

Dự thảo 11/01/2017

**BÁO CÁO ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH ĐỀ NGHỊ XÂY DỰNG
DỰ ÁN LUẬT CHỨNG KHOÁN (SỬA ĐỔI)****I. Xác định vấn đề bất cập tổng quan****1. Bối cảnh xây dựng chính sách**

Luật Chứng khoán được Quốc hội nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam thông qua ngày 29/6/2006, có hiệu lực thi hành từ 01/01/2007 và được sửa đổi, bổ sung năm 2010 (sau đây gọi tắt là Luật Chứng khoán). Để triển khai thi hành Luật Chứng khoán năm 2006, Bộ Tài chính đã trình Chính phủ ban hành 02 Nghị định, 01 Chỉ thị của Thủ tướng Chính phủ; Bộ Tài chính đã ban hành 09 Thông tư và 24 Quyết định. Sau khi Luật Chứng khoán được sửa đổi, bổ sung năm 2010, nhằm tiếp tục hoàn thiện hệ thống văn bản pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán đáp ứng yêu cầu của thực tiễn, Bộ Tài chính đã trình Chính phủ ban hành 07 Nghị định, Thủ tướng Chính phủ ban hành 06 Quyết định; Bộ Tài chính đã ban hành 51 Thông tư và nhiều quyết định hướng dẫn thi hành.

Qua 10 năm thi hành, Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn đã tạo lập được khuôn khổ pháp lý có hiệu lực cao, đầy đủ, đồng bộ, thống nhất, từng bước phù hợp với thông lệ quốc tế điều chỉnh toàn diện các vấn đề về hoạt động chào bán chứng khoán, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, dịch vụ về chứng khoán và thị trường chứng khoán, quản lý nhà nước, thanh tra, kiểm tra, xử lý vi phạm, giải quyết tranh chấp, khiếu nại, tố cáo liên quan đến chứng khoán và TTCK. Qua đó tạo điều kiện thuận lợi cho TTCK Việt Nam phát triển nhanh, ổn định, công khai, minh bạch, an toàn, công bằng, hiệu quả, bảo vệ lợi ích hợp pháp của các tổ chức, cá nhân khi tham gia kinh doanh, đầu tư vào TTCK, tạo nền móng cho TTCK Việt Nam có khả năng hội nhập với các thị trường vốn quốc tế và đạt được nhiều thành tựu đáng kể đóng góp cho nền kinh tế.

(Những kết quả đạt được của Luật chứng khoán được nêu chi tiết được tại Báo cáo tổng kết thi hành Luật)

Bên cạnh những kết quả tích cực đạt được, việc thực hiện Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn thi hành còn tồn tại một số hạn chế chủ yếu sau đây:

- Việc giải thích một số khái niệm còn bất cập, chưa rõ ràng, chưa hợp lý, chặt chẽ dẫn đến lúng túng trong cách hiểu, cách áp dụng. Ví dụ: khái niệm “chứng khoán” được quy định theo hướng liệt kê tất cả các loại chứng khoán, việc liệt kê không đầy đủ so với hoạt động thực tế trên thị trường và tương lai của thị trường gây khó khăn cho các công ty khi thực hiện đầu tư, không bao quát hết các

vấn đề phát sinh trong quá trình phát triển thị trường; khái niệm “chào bán chứng khoán ra công chúng”, “chào bán chứng khoán riêng lẻ” được định nghĩa còn phức tạp với nhiều chỉ tiêu bao gồm chỉ tiêu về số lượng đối tượng phát hành và về phương thức thực hiện (sử dụng và không sử dụng phương tiện thông tin đại chúng hoặc internet).

- Đối với chào bán chứng khoán, điều kiện chào bán chứng khoán được chia ra làm 02 nhóm, gồm: Nhóm các tiêu chuẩn định lượng và nhóm các tiêu chuẩn định tính. Một số chỉ tiêu định tính chưa rõ ràng, gây khó khăn cho cơ quan quản lý trong quá trình xét duyệt hồ sơ và bản thân doanh nghiệp khi chứng minh việc đáp ứng các điều kiện chào bán chứng khoán. Bên cạnh đó, trong thời gian qua, có hiện tượng nhiều doanh nghiệp tăng vốn quá nhanh, nhiều lần trong khoảng thời gian ngắn với quy mô tăng gấp nhiều lần so với quy mô hiện tại dẫn đến việc sử dụng vốn không hiệu quả. Có trường hợp doanh nghiệp phát hành trái phiếu với giá trị quá lớn, gấp nhiều lần vốn chủ sở hữu và lãi suất cao bất thường, khả năng thanh toán trái phiếu cho các nhà đầu tư khi đáo hạn trái phiếu thấp, tiềm ẩn rủi ro đối với các nhà đầu tư.

Đối với việc phát hành cổ phiếu để hoán đổi, phát hành thêm cổ phiếu, chào bán trái phiếu riêng lẻ, trái phiếu kèm chứng quyền... đã được quy định tại các văn bản hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán nhưng chưa được quy định mang tính nguyên tắc tại Luật Chứng khoán, ảnh hưởng đến tính hệ thống, tính toàn diện của Luật Chứng khoán, chưa bảo đảm hiệu lực pháp lý cao của các quy định này.

Về trách nhiệm của tổ chức, cá nhân liên quan đến hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán: Luật Chứng khoán chỉ quy định trách nhiệm của tổ chức, cá nhân liên quan đến hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng mà chưa quy định cụ thể trách nhiệm của tổ chức, cá nhân liên quan đến hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán riêng lẻ. Vì vậy, cần bổ sung quy định này để bảo đảm tính đồng bộ, thống nhất, đầy đủ của Luật.

- Đối với công ty đại chúng: quy định về tiêu chí công ty đại chúng chưa chặt chẽ, dẫn đến bất cập trong quy định về hủy công ty đại chúng, đặc biệt đối với trường hợp công ty đại chúng thuộc loại hình DNNN cổ phần hóa, làm ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và giảm hiệu lực, hiệu quả của công tác quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Tiêu chí vốn điều lệ đã góp từ 10 tỷ đồng trở lên đối với công ty đại chúng là tương đối thấp so với quy mô vốn điều lệ đã góp của các công ty đại chúng tại thời điểm hiện tại. Thực tiễn quản lý cho thấy có nhiều công ty đại chúng với quy mô vốn nhỏ thường ít kinh nghiệm trong công tác quản trị công ty, thiếu hiểu biết về các quy định trên thị trường chứng khoán, không đủ năng lực để đáp ứng các yêu cầu cao về quản trị công ty, công bố thông tin, kiểm toán và các nghĩa vụ khác của công ty đại chúng theo quy định.

- Đối với thị trường GDCK, mô hình, vị trí, vai trò của SGDCK có những khác biệt so với thể giới xuất phát từ đặc thù kinh tế, xã hội và những đặc điểm riêng biệt của một TTCK mới hình thành. Thị trường GDCK được tổ chức tại 2 Sở GDCK, Sở GDCK thành phố Hồ Chí Minh và Sở GDCK Hà Nội. Tuy nhiên, cấu

trúc thị trường GDCK hiện tại (tồn tại song song hai đơn vị cùng tổ chức thị trường GDCK), thị trường giao dịch cổ phiếu tập trung đang bị chia nhỏ và chưa có phân định rõ ràng giữa hai Sở.

Việc thuộc sở hữu nhà nước với các quy định chặt chẽ về trách nhiệm bảo toàn vốn nhà nước và các ràng buộc về mặt thủ tục (nhằm đảm bảo sự quản lý của nhà nước đối với hoạt động của các Sở) khiến cho các SGDCK chưa có đủ tính độc lập, tự quản. Bên cạnh đó, Luật Chứng khoán chỉ quy định “Sở giao dịch chứng khoán có chức năng tổ chức và giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán”, chưa xác định rõ SGDCK là loại hình doanh nghiệp hoạt động không nhằm mục đích lợi nhuận đã gây ra không ít khó khăn cho hoạt động của Sở khi phải cân bằng giữa chức năng quản lý thị trường với nhiệm vụ bảo toàn vốn và hoạt động kinh doanh có lãi của một doanh nghiệp.

Về chức năng, nhiệm vụ của Sở GDCK: Quyền và nghĩa vụ của SGDCK được quy định tại Luật Chứng khoán chưa bao quát hết chức năng, nhiệm vụ trên thực tế của Sở, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các tổ chức này. Các quy định về niêm yết/đăng ký giao dịch trên SGDCK, thành viên giao dịch chứng khoán cũng cần hoàn thiện để phù hợp thông lệ quốc tế, tiếp cận thị trường khu vực, tạo điều kiện cho hoạt động giao dịch của nhà đầu tư. Bên cạnh đó, cơ chế cho hoạt động của TTCK phái sinh chưa đầy đủ và chưa có hiệu lực pháp lý cao.

- Đối với hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ, thanh toán chứng khoán: cần hoàn thiện tên gọi, mô hình tổ chức hoạt động của Trung tâm LKCK để bao quát hết chức năng, nhiệm vụ trên thực tế của TTLKCK. Ngoài ra, các nghiệp vụ của Trung tâm LKCK cần được bổ sung, hoàn thiện như cơ chế thanh toán, cơ chế bảo đảm rủi ro, hoạt động bù trừ, thanh toán các giao dịch chứng khoán phái sinh, chức năng đối tác thanh toán trung tâm (CCP) trong giao dịch chứng khoán phái sinh...

- Đối với hoạt động của các công ty chứng khoán: quy mô, năng lực và tính đa dạng, chuyên môn hóa của các công ty chứng khoán chưa cao. Cụ thể như sau:

+ Về quy mô, năng lực của các công ty chứng khoán: Quy mô hiện tại của các công ty chứng khoán rất nhỏ nếu so sánh với quy mô của các tổ chức niêm yết hoặc ngân hàng thương mại. Trong số các công ty chứng khoán hiện đang hoạt động, chỉ có hơn 10% số công ty chứng khoán có mức vốn điều lệ lớn hơn 500 tỷ đồng. Việc không phát triển được quy mô dẫn đến nhiều hệ quả như: (1) Hạn chế khả năng mở rộng độ bao phủ của mạng lưới, mở rộng phân khúc khách hàng và mở rộng năng lực cũng như phạm vi cung cấp dịch vụ; (2) Ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng xây dựng hệ thống quản trị công ty tốt và hệ thống kiểm soát rủi ro trong các công ty chứng khoán. Điều này làm tăng rủi ro trong hoạt động của công ty, tiềm ẩn rủi ro hệ thống đến toàn bộ TTCK và thị trường tài chính; (3) Ít có khả năng tham gia vào các đợt phát hành, đặc biệt là các đợt phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng của các DNNN lớn với tư cách là đơn vị bảo lãnh phát hành. Điều này ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng huy động vốn của các doanh nghiệp trên thị trường và ảnh hưởng trực tiếp đến tiến độ tái cấu trúc nền kinh tế;

(4) Không đủ tiềm lực và khả năng hội nhập, cung cấp sản phẩm xuyên biên giới khi thị trường vốn ASEAN được hình thành.

+ Về tính đa dạng và chuyên môn hóa trong cơ cấu cạnh tranh của các công ty chứng khoán: Đến nay, về dịch vụ, trong tổng số các công ty chứng khoán có 38 công ty chứng khoán thực hiện cả 04 nghiệp vụ kinh doanh, 34 công ty chứng khoán được thực hiện 3 nghiệp vụ kinh doanh, 31 công ty chứng khoán được thực hiện 02 nghiệp vụ kinh doanh và 02 công ty chứng khoán chỉ thực hiện 01 nghiệp vụ tư vấn đầu tư. Về cơ cấu sản phẩm tài chính, các công ty chứng khoán tập trung vào các sản phẩm như ứng trước tiền bán chứng khoán, ứng trước tiền mua chứng khoán, đặt cọc môi giới chứng khoán. Việc thiếu đa dạng trong cơ cấu dịch vụ và sản phẩm dẫn đến tình trạng các công ty chứng khoán phải cạnh tranh khốc liệt. Nhiều công ty phải giảm giá sản phẩm và dịch vụ, đánh đổi chất lượng sản phẩm dịch vụ và khả năng kiểm soát rủi ro nhằm tìm kiếm khách hàng. Ngoài ra, Luật còn thiếu một số quy định liên quan đến nghĩa vụ của công ty chứng khoán khi thực hiện các nghiệp vụ.

- Về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, chính sách tăng tỷ lệ sở hữu tại Nghị định 60/2015/NĐ-CP chưa tác động sâu rộng đến các doanh nghiệp niêm yết/đăng ký giao dịch bởi một số hạn chế nhất định liên quan đến việc xác định tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng, như xác định tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong trường hợp pháp luật chuyên ngành không quy định cụ thể tỷ lệ SHNN mà chỉ giới hạn phạm vi hoạt động của NĐTNN; hoặc trường hợp các điều ước quốc tế có quy định khác nhau về tỷ lệ sở hữu của NĐTNN đối với một ngành, nghề...; hoặc thực tế một số doanh nghiệp không bị giới hạn tỷ lệ SHNN nhưng tự ấn định một tỷ lệ SHNN nhỏ hơn luật định để hạn chế tham gia của NĐTNN... Ngoài ra, tỷ lệ SHNN được tính trên tổng tỷ lệ sở hữu vốn có quyền biểu quyết (không bao gồm cổ phiếu quỹ) hay tính trên tổng số vốn điều lệ của tổ chức kinh tế cũng cần được hiểu thống nhất bởi hiện tại Luật doanh nghiệp và Luật đầu tư có quy định khác nhau.

- Về vấn đề minh bạch hóa thông tin trên thị trường chứng khoán:

+ Luật Chứng khoán đã có một Chương riêng quy định về nghĩa vụ công bố thông tin của công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán, quỹ/công ty đầu tư chứng khoán đại chúng... Tuy nhiên, trước sự phát triển không ngừng của thị trường chứng khoán và yêu cầu của nhà đầu tư, đòi hỏi vấn đề minh bạch hóa thông tin phải ngày càng cao. Các quy định về vấn đề công bố thông tin tại Luật Chứng khoán vì thế chưa đáp ứng được yêu cầu và theo kịp sự phát triển của thị trường, như chưa có quy định về nghĩa vụ CBTT của người nội bộ, người có liên quan của người nội bộ trong khi những người này rất có lợi thế về thông tin; nghĩa vụ CBTT bất thường của công ty đại chúng chưa bao quát được hết các sự kiện có ảnh hưởng đến giá chứng khoán; Luật Chứng khoán cũng chưa bao quát hết nghĩa vụ công bố thông tin của nhiều loại hình quỹ đầu tư chứng khoán mới... Nhiều sự kiện cần công bố thông tin hiện nay mới chỉ được quy định tại Thông tư số

155/2015/TT-BTC mà chưa được Luật hóa, chưa đảm bảo được tính hiệu quả của khung pháp lý.

+ Bên cạnh đó, các quy định có liên quan như Bộ Luật Dân sự, Luật các tổ chức tín dụng; các quy định về chế độ kế toán, kiểm toán... đã có nhiều thay đổi. Đặc biệt Luật Doanh nghiệp năm 2014 được ban hành với nhiều điểm mới như thẩm quyền của Đại hội đồng cổ đông, người đại diện theo pháp luật, con dấu công ty, vấn đề sở hữu chéo... đều ảnh hưởng đến các quy định pháp lý liên quan đến nghĩa vụ công bố thông tin của công ty đại chúng và cần thiết phải được sửa đổi, bổ sung tại Luật Chứng khoán cho phù hợp và thống nhất.

+ Ngoài ra, để triển khai TTCK phái sinh trong thời gian tới, các quy định về công bố thông tin liên quan đến TTCK phái sinh cũng cần có quy định khung tại Luật Chứng khoán.

+ Về nghĩa vụ công bố thông tin của chủ thể tổ chức thị trường: Quy định về công bố thông tin tại TTCK các nước trên thế giới đều đi theo hướng các doanh nghiệp, tổ chức tham gia thị trường công bố thông tin và tự chịu trách nhiệm về thông tin công bố, SGDCK không có nghĩa vụ phải công bố các thông tin về các tổ chức tham gia thị trường. Luật Chứng khoán nước ta quy định SGDCK có nghĩa vụ phải công bố thông tin về doanh nghiệp niêm yết, thành viên giao dịch trên website của Sở. Điều này gây ra không ít hiểu nhầm cho thị trường, nhà đầu tư về trách nhiệm liên đới của SGDCK đối với thông tin do doanh nghiệp công bố. Mặt khác, SGDCK có nghĩa vụ giám sát doanh nghiệp thực hiện công bố nhưng không có phương tiện nào để kiểm duyệt thông tin đó, do vậy không thể chịu trách nhiệm kiểm soát thông tin doanh nghiệp công bố. Vì thế, đề xuất cần quy định nguyên tắc CBTT tương tự như TTCK các nước, cụ thể: doanh nghiệp có nghĩa vụ CBTT theo quy định và phải tự chịu trách nhiệm về việc CBTT của mình. SGDCK không có trách nhiệm CBTT về các thành viên tham gia thị trường mà chỉ cung cấp phương tiện để các chủ thể thực hiện nghĩa vụ CBTT.

- Về hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán, theo quy định tại Thông tư số 13/2013/TT-BTC ngày 25/01/2013 của Bộ trưởng Bộ Tài chính về giám sát giao dịch trên TTCK, nghĩa vụ của công ty chứng khoán mới chỉ dừng ở mức độ phối hợp với UBCKNN, Sở GDCK trong việc thực hiện công tác giám sát giao dịch chứng khoán khi được yêu cầu; phối hợp với UBCKNN trong việc mời nhà đầu tư đến làm việc với các đoàn kiểm tra của UBCKNN, Sở GDCK liên quan đến các giao dịch có dấu hiệu bất thường; trường hợp phát hiện giao dịch vi phạm các quy định về chứng khoán và TTCK có trách nhiệm báo cáo UBCKNN; lập và gửi UBCKNN, Sở GDCK tài liệu báo cáo khi nhận được yêu cầu bằng văn bản của UBCKNN. Do vậy, công ty chứng khoán khi phát hiện dấu hiệu hoặc hành vi vi phạm của nhà đầu tư thì không có biện pháp ngăn ngừa, cảnh báo. Mặt khác, cần có cơ chế ràng buộc trách nhiệm của thành viên giao dịch tham gia hoạt động giám sát giao dịch và cơ chế đề sở GDCK thực thi các quyền của mình trong việc yêu cầu thành viên giao dịch cung cấp thông tin, tài liệu phục vụ cho mục đích giám sát giao dịch hoặc xử lý theo thẩm quyền của Sở GDCK.

- Về quản lý nhà nước, thanh tra, xử lý vi phạm: Thao túng, nội gián (giao dịch sử dụng thông tin nội bộ) trong lĩnh vực CK là các hành vi có tính chất nghiêm trọng, xâm hại đến các nguyên tắc hoạt động của TTCK, đi ngược lại lợi ích chung của thị trường, xâm hại đến quyền và lợi ích hợp pháp của các tổ chức, cá nhân tham gia thị trường cần phải được xử lý nghiêm minh. Do tính chất nghiêm trọng, chế tài xử phạt nặng (hành chính, hình sự) nên các đối tượng vi phạm luôn dùng thủ đoạn tinh vi để che dấu danh tính, hành vi vi phạm, trốn tránh sự giám sát, phát hiện và xử lý của cơ quan chức năng.

Theo quy định của pháp luật, UBCKNN là cơ quan trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động chứng khoán và TTCK. Tuy nhiên, UBCKNN chưa được trao đủ thẩm quyền để thực hiện việc thanh tra, giám sát, kiểm tra hoạt động chứng khoán và TTCK, nhất là hành vi thao túng giá chứng khoán và giao dịch nội gián, đặc biệt trong điều kiện TTCK phát triển nhanh chóng (cả về quy mô và chiều sâu) và các hành vi vi phạm trên TTCK ngày càng phức tạp, tinh vi hơn. Đồng thời, Việt Nam đã tham gia IOSCO. Việc UBCKNN Việt Nam chưa được trao đầy đủ thẩm quyền trong việc thanh tra, giám sát, cưỡng chế thực thi là chưa thực hiện một cách đầy đủ nguyên tắc số 10, 11, 12 của IOSCO về cưỡng chế thực thi trong quản lý chứng khoán. Ngày 18/9/2013, UBCKNN đã ký kết Phụ lục A MmoU của IOSCO, quy định nguyên tắc hỗ trợ điều tra, cung cấp thông tin phục vụ điều tra giữa các cơ quan quản lý TTCK, đặt ra trách nhiệm thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam. UBCKNN phải có khả năng thực hiện đề nghị phối hợp điều tra, xác minh, thu thập thông tin của UBCK các nước.

Một số quy định về thanh tra, xử lý vi phạm trong Luật Chứng khoán còn có những điểm chưa phù hợp, thống nhất với Luật Thanh tra năm 2010, Luật Xử lý vi phạm hành chính năm 2012, như quy định về thẩm quyền thanh tra, hình thức xử phạt, biện pháp khắc phục hậu quả... Bên cạnh đó, Luật Chứng khoán chưa quy định các biện pháp xử lý tương tự, mang tính đặc thù áp dụng cho lĩnh vực chứng khoán nhằm tạo điều kiện cho việc xử lý, răn đe vi phạm trên thị trường.

Về hoạt động quản lý, giám sát công ty đại chúng: Trên thực tế, cơ chế, trách nhiệm phối hợp giữa các cơ quan quản lý nhà nước như UBCKNN, cơ quan đăng ký kinh doanh, cơ quan thuế... trong đăng ký, quản lý, giám sát công ty đại chúng chưa được quy định cụ thể. Điều này dẫn đến việc quản lý, giám sát hoạt động của các công ty đại chúng chưa thường xuyên, hiệu quả, kịp thời, ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

Những bất cập nêu trên xuất phát từ nguyên nhân sau đây:

Một là, Luật Chứng khoán năm 2006 ra đời khi TTCK còn non trẻ, quy mô thị trường nhỏ bé, các sản phẩm, dịch vụ của thị trường chưa đa dạng, chứng khoán vẫn còn là lĩnh vực mới với đa số người dân Việt Nam. Vì vậy, Luật Chứng khoán chỉ đáp ứng được giai đoạn đầu của TTCK với những nội dung cơ bản nhất, phù hợp với một thể chế thị trường mới hoạt động với các công cụ chứng khoán, các hoạt động giao dịch cũng như hệ thống quản lý còn đơn giản.

Hai là, thực tế sau 10 năm phát triển, TTCK đã thay đổi cả về chiều rộng lẫn chiều sâu. Việc ban hành các quy định pháp lý nhìn chung đều có độ trễ so với mục tiêu đề ra. Trong quá trình TTCK vận hành, đã phát sinh một số vấn đề mới mà chưa được Luật Chứng khoán điều chỉnh.

Ba là, các Bộ luật, Luật chuyên ngành khác (Bộ luật dân sự, Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật Xử lý vi phạm hành chính...) đã được sửa đổi, bổ sung với nhiều quy định liên quan đến chứng khoán và TTCK.

Bốn là, sự phát triển mạnh mẽ của TTCK các nước trên thế giới và khu vực đã tạo khoảng cách với TTCK Việt Nam, đặc biệt là khoảng cách giữa hệ thống pháp luật về chứng khoán và TTCK ở Việt Nam so với chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam hội nhập sâu rộng vào thị trường quốc tế, là thành viên của các tổ chức quốc tế (như IOSCO), thành viên của các điều ước quốc tế và đang chuẩn hóa để nâng hạng thị trường MSCI.

2. Mục tiêu xây dựng chính sách

Thực tiễn quá trình thi hành Luật chứng khoán nêu trên cho thấy yêu cầu cấp bách phải sửa đổi Luật, tiếp tục hoàn thiện cơ chế, chính sách nhằm phát triển TTCK ổn định, vững chắc, cấu trúc hoàn chỉnh với nhiều cấp độ, đồng bộ về các yếu tố cung - cầu; tăng quy mô và chất lượng hoạt động, đa dạng hóa các sản phẩm, nghiệp vụ, đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả và trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng của nền kinh tế; bảo đảm tính công khai, minh bạch, các tiêu chuẩn và thông lệ quản trị công ty, tăng cường năng lực quản lý, giám sát và cưỡng chế thực thi, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và niềm tin của thị trường; chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế; tiếp cận với các chuẩn mực chung và thông lệ quốc tế.

Để đảm bảo mục tiêu sửa đổi Luật chứng khoán, quá trình đề xuất và xây dựng chính sách phải đảm bảo quan điểm và đáp ứng các yêu cầu sau:

2.1. Quan điểm

a) Quán triệt quan điểm, cương lĩnh, chiến lược phát triển kinh tế - xã hội của Đảng; bảo đảm ổn định chính trị - xã hội; phù hợp với đường lối đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước, phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa và hội nhập quốc tế.

b) Bảo đảm hài hòa các lợi ích của Nhà nước, doanh nghiệp và nhà đầu tư. Xây dựng cơ chế và có những giải pháp để phát huy vai trò TTCK là kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế.

c) Phát triển, mở rộng TTCK có tổ chức, thu hẹp thị trường tự do đồng thời đặc biệt coi trọng vấn đề chất lượng và sự an toàn của thị trường, từng bước tiếp cận với các thông lệ và chuẩn mực quốc tế.

d) Phát triển TTCK theo hướng gắn kết với việc cải cách, sắp xếp khu vực DNNN, tạo động lực phát triển cho các doanh nghiệp, các thành phần kinh tế cả về năng lực tài chính và quản trị doanh nghiệp.

đ) Nhà nước thực hiện quản lý bằng công cụ pháp luật, có các chính sách hỗ trợ, tạo điều kiện để TTCK phát triển ổn định, vững chắc; phát huy vai trò của các tổ chức tự quản, nhằm khuyến khích, bảo đảm quyền, lợi ích hợp pháp các chủ thể tham gia TTCK.

2.2. Yêu cầu

Để thực hiện những mục tiêu, quan điểm xây dựng Luật, các chính sách phải đáp ứng các yêu cầu cơ bản sau đây:

a) Bảo đảm kế thừa, tiếp tục phát triển và hoàn thiện những quy định pháp luật về chứng khoán còn phù hợp với thực tế và đã có tác động tích cực đối với sự phát triển của TTCK, đồng thời xem xét sửa đổi, bổ sung những quy định đã phát sinh hạn chế, vướng mắc trong quá trình thực hiện.

b) Bảo đảm tính hợp hiến, hợp pháp và tính thống nhất trong hệ thống pháp luật; bảo đảm tính tương thích với điều ước quốc tế có liên quan mà Việt Nam là thành viên hoặc tham gia ký kết.

c) Cải cách mạnh mẽ thủ tục hành chính trong hoạt động chứng khoán, tăng cường chế độ kiểm tra, giám sát và phối hợp giữa các cơ quan quản lý nhà nước trong phát hiện, xử lý kịp thời các hành vi vi phạm pháp luật về chứng khoán và TTCK.

d) Đáp ứng về cơ bản các thông lệ quốc tế, chuẩn mực quốc tế về chứng khoán và TTCK.

II. Đánh giá tác động của chính sách

1. Chính sách 1: Về thẩm quyền của cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK

1.1. Xác định vấn đề bất cập

Theo quy định của Luật chứng khoán, UBCKNN là cơ quan trực tiếp thực hiện chức năng quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Chức năng, nhiệm vụ của UBCKNN được quy định chi tiết tại Quyết định 48/2015/QĐ-CP ngày 08/10/2015 của Thủ tướng Chính phủ quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước trực thuộc Bộ Tài chính. Theo đó: *“Ủy ban Chứng khoán Nhà nước là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính, thực hiện chức năng tham mưu, giúp Bộ trưởng Bộ Tài chính quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán; trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán; quản lý các hoạt động dịch vụ thuộc lĩnh vực chứng khoán, thị trường chứng khoán theo quy định của pháp luật”*.

Từ thực tiễn triển khai công tác quản lý, giám sát hoạt động chứng khoán và TTCK trong nhiều năm qua cho thấy một số hạn chế về thẩm quyền của cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK - UBCKNN.

Trước tiên, UBCKNN chưa được trang bị đủ thẩm quyền trong hoạt động thanh tra, xử lý vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK.

Quá trình phát triển và hoạt động của TTCK cho thấy bên cạnh vai trò tích cực, thị trường luôn tiềm ẩn rủi ro do các hành vi mang tính lạm dụng, trục lợi. Thao túng, nội gián (giao dịch sử dụng thông tin nội bộ) trong lĩnh vực chứng khoán là các hành vi có tính chất nghiêm trọng, xâm hại đến các nguyên tắc hoạt động của TTCK, nhất là nguyên tắc minh bạch, công bằng, đi ngược lại lợi ích chung của thị trường, xâm hại đến quyền và lợi ích hợp pháp của các tổ chức, cá nhân tham gia thị trường. Hai hành vi này được quy định là hành vi bị cấm tại Luật Chứng khoán, bị quy định chế tài xử phạt hành chính ở mức cao nhất trong số các chế tài xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK và quy định truy cứu trách nhiệm hình sự tại Bộ Luật hình sự sửa đổi năm 2009 (Điều 181b - Tội sử dụng thông tin nội bộ để mua bán chứng khoán; Điều 181c - Tội thao túng giá chứng khoán), tiếp tục được quy định tại Bộ Luật hình sự 2015.

Với thẩm quyền như hiện nay, khi phát hiện vụ việc có dấu hiệu thao túng giá hoặc giao dịch nội gián, UBCKNN không có quyền triệu tập, buộc đối tượng đến làm việc để đối chất; UBCKNN cũng không có thẩm quyền yêu cầu các cơ quan liên quan như ngân hàng, bưu điện, cơ quan khác... phải cung cấp các thông tin về dòng tiền giữa các tài khoản nghi vấn, về thông tin trao đổi giữa đối tượng nghi vấn, về danh tính, nhân thân đối tượng để xác minh, làm rõ mối liên hệ giữa các đối tượng, sự móc nối, thông đồng giữa các đối tượng trong việc thực hiện hành vi vi phạm. Với hạn chế về thẩm quyền, khi nhận thấy dấu hiệu giao dịch bất thường giữa các tài khoản giao dịch chứng khoán với tỷ trọng lớn ảnh hưởng đến cung cầu, giá chứng khoán, cơ quan quản lý gặp nhiều khó khăn trong xác minh mối liên quan giữa các tài khoản để đánh giá có hay không sự thông đồng, cấu kết, để làm rõ, chứng minh hành vi vi phạm về thao túng, nội gián, xác định các tình tiết làm căn cứ xử lý hành chính/hình sự.

Thứ hai, thẩm quyền quản lý, giám sát của UBCKNN đối với hoạt động của Trung tâm LKCK và Sở GDCK chưa đầy đủ, toàn diện. Theo quy định tại Điều 34 và Điều 42 Luật chứng khoán, các Sở GDCK và Trung tâm LKCK do Thủ tướng Chính phủ quyết định thành lập, giải thể, chuyển đổi cơ cấu tổ chức, hình thức sở hữu theo đề nghị của Bộ trưởng Bộ Tài chính; các Sở GDCK và Trung tâm LKCK chịu sự quản lý và giám sát của UBCKNN. Điều lệ của Sở GDCK và Trung tâm LKCK được Bộ Tài chính phê duyệt theo quy định tại Điều 36 và Điều 44 Luật chứng khoán. Trong quá trình hoạt động, do các Sở GDCK và Trung tâm LKCK hoạt động theo cơ chế đặc thù (trong đó có việc mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên nhưng lại có Hội đồng quản trị) nên các Sở Kế hoạch và Đầu tư Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh từ chối không cấp giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh với lý do đây là các đơn vị đặc thù, hoạt động theo Luật chứng khoán. Trên cơ sở vận dụng quy định tại điểm a khoản 1 Điều 8 Luật chứng khoán UBCKNN đã cấp Giấy chứng nhận đăng ký hoạt động (đồng thời có giá trị là Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh) cho các Sở GDCK và Trung tâm LKCK.

Sự hạn chế về thẩm quyền của UBCKNN có tác động và ảnh hưởng đến tính công khai, minh bạch của thị trường, các đối tượng chịu sự tác động bao gồm tổ

chức, cá nhân tham gia giao dịch trên TTCK (tổ chức phát hành chứng khoán, nhà đầu tư, tổ chức kinh doanh chứng khoán...).

Thứ ba, thẩm quyền trong phối hợp của UBCKNN với các cơ quan có liên quan (như cơ quan đăng ký kinh doanh, cơ quan thuế...) trong việc đăng ký, quản lý, giám sát doanh nghiệp chưa được quy định cụ thể trong Luật. Điều này dẫn đến việc quản lý, giám sát hoạt động của các công ty chưa thường xuyên, hiệu quả, kịp thời, ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

- *Hậu quả nếu vấn đề không được giải quyết*

Nếu vấn đề bất cập không được giải quyết thì một trong các mục tiêu của Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020 không đạt được, đồng thời, chưa đáp ứng được các khuyến nghị của IOSCO; vai trò, chức năng, quyền hạn của cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán không được đảm bảo. Từ đó, gián tiếp ảnh hưởng đến sự phát triển, vận hành của TTCK Việt Nam.

Hành vi thao túng, nội gián có ảnh hưởng tiêu cực đến niềm tin vào nguyên tắc hoạt động của TTCK, đến quyền và lợi ích hợp pháp của cá nhân, tổ chức, gây thiệt hại không chỉ trực tiếp cho những nhà đầu tư tham gia vào các giao dịch không công bằng mà còn ảnh hưởng đến việc thu hút vốn của doanh nghiệp, đến mức độ tín nhiệm thị trường, đến môi trường kinh doanh, đến hiệu quả thực thi chính sách pháp luật.

- *Nguyên nhân gây ra vấn đề.*

+ Nguyên nhân chủ quan: ý thức tuân thủ pháp luật kém và tâm lý ngắn hạn mong muốn làm giàu nhanh của một bộ phận cá nhân tham gia thị trường.

+ Nguyên nhân khách quan: sự hạn chế về thẩm quyền của cơ quan quản lý trong phát hiện, xử lý vi phạm.

Bên cạnh đó, chứng khoán và TTCK là lĩnh vực vẫn đang trong quá trình phát triển, hoàn thiện tại Việt Nam, vì vậy, sẽ không tránh khỏi những vấn đề, hạn chế liên quan đến mô hình tổ chức, chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và hoạt động của cơ quan quản lý nhà nước.

1.2. Mục tiêu giải quyết vấn đề

- *Mục tiêu tổng quát:*

+ Đảm bảo chủ trương, chính sách của Đảng, Nhà nước, theo đó, Chỉ thị số 48-CT/TW ngày 22/10/2010 của Ban Chấp hành Trung ương về tăng cường sự lãnh đạo của Đảng đối với công tác phòng, chống tội phạm trong tình hình mới đã đánh giá *“tình hình tội phạm vẫn còn diễn biến phức tạp”, “ đã xuất hiện nhiều loại tội phạm mới như: ... tội phạm trong lĩnh vực chứng khoán, ngân hàng ...”*, xác định mục đích công tác phòng, chống tội phạm là *“Trong thời gian tới, công tác phòng, chống tội phạm phải kiềm chế, làm giảm các loại tội phạm, nhất là các tội phạm nghiêm trọng, tội phạm mới; tạo ra môi trường lành mạnh, phục vụ có*

hiệu quả nhiệm vụ phát triển kinh tế - xã hội, bảo vệ cuộc sống hạnh phúc và bình yên của nhân dân.”

+ Đảm bảo tính công khai minh bạch, tăng cường năng lực quản lý, giám sát, thanh tra và cưỡng chế thực thi, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và lòng tin của thị trường, chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế, từng bước tiếp cận các chuẩn mực chung và thông lệ quốc tế theo Chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2011-2020 được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 01/3/2012 của Thủ tướng Chính phủ về việc Phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020

- *Mục tiêu cụ thể:* củng cố chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của UBCKNN, đảm bảo đủ thẩm quyền để kịp thời phát hiện, xử lý vi phạm thao túng, nội gián. Cụ thể như sau:

+ Tăng cường thẩm quyền quản lý, giám sát đầy đủ, toàn bộ đối với hoạt động của Sở Giao dịch chứng khoán và Trung tâm Lưu ký chứng khoán;

+ Bổ sung quy định pháp luật khi tiến hành thanh tra, kiểm tra, xác minh vi phạm, UBCKNN có quyền: (1) Yêu cầu cơ quan, tổ chức, cá nhân cung cấp thông tin, tài liệu liên quan đến đối tượng có dấu hiệu vi phạm (như bưu điện cung cấp dữ liệu email, điện thoại, cơ quan thuế cung cấp thông tin về đối tượng nộp thuế, cơ quan đăng ký kinh doanh cung cấp thông tin về doanh nghiệp...); (2) Yêu cầu các tổ chức tín dụng cung cấp thông tin về giao dịch tài khoản ngân hàng của đối tượng có dấu hiệu vi phạm; (3) Yêu cầu tổ chức, cá nhân có liên quan đến làm việc để làm rõ hành vi vi phạm.

+ Bổ sung quyền thẩm quyền trong phối hợp của UBCKNN với các cơ quan có liên quan (như cơ quan đăng ký kinh doanh, cơ quan thuế...) trong việc đăng ký, quản lý, giám sát doanh nghiệp để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

1.3. Các giải pháp đề xuất để giải quyết vấn đề

1.3.1. Giải pháp 1A: Giữ nguyên hiện trạng (giữ nguyên quy định pháp luật)

1.3.2. Giải pháp 1B: Giữ nguyên hiện trạng nhưng tăng cường biện pháp tổ chức thực thi. Cụ thể, Bộ Tài chính vẫn giữ vai trò là tổ chức đầu mối thực hiện quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK, UBCKNN là đơn vị trực thuộc Bộ Tài chính được giao nhiệm vụ trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động chứng khoán và TTCK. Tuy nhiên, chức năng, nhiệm vụ và quyền hạn của UBCKNN sẽ được sửa đổi, bổ sung theo hướng trao thêm một số quyền để có thể thực hiện tốt các chức năng quản lý, giám sát, thanh tra và cưỡng chế thực thi.

1.4. Đánh giá tác động của các giải pháp đối với đối tượng chịu sự tác động trực tiếp của chính sách và các đối tượng khác có liên quan

1.4.1. Giải pháp 1A: Giữ nguyên hiện trạng

a) Tác động về kinh tế

- *Chi phí:*

+ Đối với Nhà nước: cơ quan quản lý TTCK chưa có đầy đủ thẩm quyền để thu thập, xác minh các thông tin, dữ liệu liên quan đến hành vi vi phạm nên vi phạm chưa được xử lý triệt để làm ảnh hưởng đến niềm tin vào TTCK, ảnh hưởng đến nguồn thu ngân sách do không gia tăng được nguồn đầu tư vào thị trường.

+ Đối với người dân (nhà đầu tư): ảnh hưởng lợi ích kinh tế do nhà đầu tư thiệt hại trực tiếp khi tham gia giao dịch không công bằng với đối tượng thao túng, nội gián, trong khi đó thẩm quyền xử lý của cơ quan quản lý chưa đủ để xác minh thiệt hại và bảo vệ nhà đầu tư.

- *Lợi ích:* lợi ích đối với Nhà nước, doanh nghiệp và cá nhân không lớn.

b) Tác động về xã hội

- *Tích cực:* không

- *Tiêu cực:*

+ Ảnh hưởng đến các nhà đầu tư tham gia trên TTCK do các hành vi vi phạm gây ra, thường thiệt hại rất lớn;

+ Giảm hiệu lực, hiệu quả của công tác quản lý nhà nước.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: chính sách không phát sinh thủ tục hành chính mới.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: không ảnh hưởng tới các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: cơ bản, các quy định hiện hành về chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK phù hợp với Hiến pháp và các luật có liên quan như Luật tổ chức Chính phủ, Luật doanh nghiệp, Luật đầu tư..., thống nhất và đồng bộ với chính sách, văn bản quy phạm pháp luật của Chính phủ, Bộ Tài chính về chứng khoán và TTCK....

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK hiện chưa có điều ước quốc tế riêng mà chỉ tuân theo một số điều ước quốc tế như cam kết gia nhập WTO, Hiệp định thương mại Việt Nam - Hoa Kỳ (BTA), Hiệp định khung ASEAN và theo các nguyên tắc của IOSCO, thỏa thuận TTP (chưa có hiệu lực). Theo thông lệ và các nguyên tắc của IOSCO đòi hỏi cơ quan quản lý phải có đầy đủ năng lực, thẩm quyền về thanh tra, cưỡng chế thực thi, tuy nhiên, như đã phân tích nêu trên, chức năng, thẩm quyền của cơ quan quản lý TTCK chưa tương thích với các nguyên tắc khuyến nghị của IOSCO.

1.4.2. Giải pháp 1B: giữ nguyên hiện trạng nhưng bổ sung thẩm quyền cho cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK

a) Tác động về kinh tế

- Chi phí:

+ Đối với Nhà nước: hầu như không phát sinh chi phí do việc bổ sung thẩm quyền không làm phát sinh thêm nhân sự, chỉ tăng thêm công việc chủ yếu qua giấy tờ giữa cơ quan quản lý với các bên liên quan và tăng thêm hoạt động quản lý, giám sát, thanh kiểm tra xử lý vi phạm.

+ Doanh nghiệp: hầu như không phát sinh chi phí do không tăng thêm thủ tục hành chính, có thể có chi phí rất thấp liên quan đến bổ sung thêm một số hoạt động cung cấp, trao đổi thông tin với cơ quan quản lý.

+ Người dân: không phát sinh chi phí.

- Lợi ích:

+ Nhà nước: việc bổ sung thẩm quyền sẽ làm tăng hiệu lực, hiệu quả của công tác quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK, tăng định mức tín nhiệm của TTCK nói riêng và thị trường tài chính nói chung, đảm bảo môi trường đầu tư, kinh doanh lành mạnh qua đó thu hút vốn đầu tư nước ngoài cả gián tiếp và trực tiếp.

+ Doanh nghiệp: thu được lợi ích kinh tế do công tác quản lý của cơ quan quản lý TTCK được nâng cao đã tạo niềm tin cho TTCK, doanh nghiệp tận dụng được cơ hội thu hút vốn đầu tư dài hạn phục vụ sản xuất, kinh doanh; giảm khoản phải chi (nếu có) do phải tham gia trực tiếp hoặc gián tiếp vào các vụ tranh chấp, xử lý vi phạm do các hành vi vi phạm trên TTCK gây ra, qua đó, góp phần tăng lợi nhuận của doanh nghiệp.

+ Người dân: thu được lợi ích kinh tế do giảm thiểu các thiệt hại trực tiếp từ giao dịch không công bằng trên TTCK.

b) Tác động về xã hội

- Tích cực:

+ Bảo vệ tài sản của nhà đầu tư, tăng điều kiện được sở hữu tài sản của người dân khi tham gia vào một TTCK an toàn, lành mạnh, công bằng.

+ Tăng niềm tin của xã hội vào tính nghiêm minh của pháp luật, vào môi trường đầu tư, kinh doanh;

+ Tăng hiệu quả vận hành của TTCK, của thị trường tài chính.

+ Tăng hiệu lực, hiệu quả của công tác quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK.

- Tiêu cực: hầu như không có.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: chính sách không phát sinh thủ tục hành chính mới.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: Ảnh hưởng tới quyền riêng tư của một số công dân là đối tượng nghi vấn vi phạm pháp luật từ hoạt động thu thập thông tin liên quan đến nhân thân, giao dịch, mối quan hệ giữa các cá nhân... Tuy nhiên, việc bổ sung thẩm quyền nhằm tăng cường bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp, nhất là quyền và lợi ích liên quan đến tài sản của tất cả các cá nhân tham gia TTCK (đảm bảo được quyền sở hữu về thu nhập hợp pháp, phần vốn góp trong doanh nghiệp... của nhà đầu tư). Đồng thời, việc bổ sung thẩm quyền sẽ tăng cường tính nghiêm minh của pháp luật, nâng cao hiệu quả công tác quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK, đặc biệt là trong hoạt động giám sát xử lý vi phạm nên lợi ích đạt được nhiều hơn.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: việc tăng cường năng lực giám sát, thanh tra của UBCKNN vẫn đảm bảo phù hợp với Hiến pháp và các luật có liên quan như Luật tổ chức Chính phủ, Luật doanh nghiệp, Luật đầu tư..., thống nhất và đồng bộ với chính sách, văn bản quy phạm pháp luật của Chính phủ, Bộ Tài chính về chứng khoán và TTCK, về cổ phần hóa doanh nghiệp....

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: đáp ứng được các nguyên tắc của IOSCO về năng lực, thẩm quyền thanh tra, cưỡng chế thực thi của UBCKNN.

1.5. Kiến nghị giải pháp lựa chọn

Trên cơ sở phân tích, so sánh tác động của từng giải pháp, cơ quan soạn thảo đề xuất lựa chọn giải pháp tối ưu nhất là Giải pháp 1B: giữ nguyên hiện trạng và bổ sung thẩm quyền cho UBCKNN. Giải pháp dễ thực hiện, cơ bản khắc phục được tồn tại, hạn chế của chính sách và khá hài hòa, cân bằng giữa các lĩnh vực tác động. Giải pháp về cơ bản cũng đáp ứng được các mục tiêu đề ra.

2. Chính sách 2: Về hàng hóa trên TTCK

Chính sách này gồm 2 nội dung cơ bản là:

- Đa dạng hóa các sản phẩm chứng khoán được chào bán, nâng cao điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng và xác định điều kiện chào bán phù hợp cho từng loại chứng khoán;

- Nâng cao chất lượng công ty đại chúng thông qua việc nâng cao điều kiện công ty đại chúng.

2.1. Xác định vấn đề bất cập

Thứ nhất, về hoạt động chào bán chứng khoán, như trên đã nêu, điều kiện chào bán chứng khoán được chia ra làm 02 nhóm, gồm: Nhóm các tiêu chuẩn định

lượng (điều kiện về quy mô vốn, cổ đông, tài chính...) và nhóm các tiêu chuẩn định tính (yêu cầu về nhà quản lý, cơ cấu tổ chức của công ty phải hợp lý và phải vì lợi ích của các nhà đầu tư, báo cáo tài chính, bản cáo bạch và các tài liệu cung cấp thông tin của công ty phải có độ tin cậy, phương án chào bán khả thi...). Tuy nhiên, một số chỉ tiêu định tính chưa rõ ràng, gây khó khăn cho cơ quan quản lý trong quá trình xét duyệt hồ sơ và bản thân doanh nghiệp khi chứng minh việc đáp ứng các điều kiện chào bán chứng khoán. Bên cạnh đó, do các quy định về chào bán chứng khoán có nhiều thông thoáng nên trong thời gian qua có hiện tượng nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp bất động sản, tăng vốn quá nhanh, nhiều lần trong khoảng thời gian ngắn với quy mô tăng gấp nhiều lần. Trong khi đó, tình hình sản xuất kinh doanh, chất lượng quản trị công ty không theo kịp dẫn đến việc sử dụng vốn không hiệu quả. Có trường hợp doanh nghiệp phát hành trái phiếu với giá trị quá lớn, gấp nhiều lần vốn chủ sở hữu và lãi suất cao bất thường, khả năng thanh toán trái phiếu cho các nhà đầu tư khi đáo hạn trái phiếu thấp, tiềm ẩn rủi ro đối với các nhà đầu tư.

Bên cạnh đó, Luật Chứng khoán chỉ quy định về chào bán chứng khoán ra công chúng, chào bán cổ phiếu riêng lẻ của công ty đại chúng mà chưa quy định chi tiết về chào bán trái phiếu riêng lẻ của công ty đại chúng. Việc chào bán trái phiếu riêng lẻ của các công ty (bao gồm cả công ty đại chúng) hiện tại được điều chỉnh theo Nghị định số 90/2011/NĐ-CP và Thông tư 211/2012/TT-BTC. Quy định như hiện tại chưa đảm bảo tính đồng bộ giữa nội dung về chào bán chứng khoán ra công chúng và chào bán chứng khoán riêng lẻ của công ty đại chúng. Ngoài ra, việc quy định tại nhiều văn bản hướng dẫn khác nhau gây khó khăn cho doanh nghiệp trong quá trình áp dụng. Cơ quan quản lý cũng gặp khó khăn trong quá trình theo dõi hoạt động huy động, sử dụng vốn và hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Thứ hai, khái niệm công ty đại chúng được quy định tại khoản 1 Điều 25 Luật chứng khoán, công ty đại chúng là công ty cổ phần thuộc một trong ba loại hình sau đây:

- (a) Công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng;
- (b) Công ty có cổ phiếu được niêm yết tại Sở GDCK hoặc Trung tâm GDCK;
- (c) Công ty có cổ phiếu được ít nhất một trăm nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và có vốn điều lệ đã góp từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên.

Theo quy định của Luật chứng khoán, hai trường hợp trên (a) và (b) đương nhiên là công ty đại chúng, đối với công ty thuộc trường hợp thứ ba (c) phải đăng ký công ty đại chúng với UBCKNN.

Việc quy định như trên là chưa chặt chẽ, đối với trường hợp công ty đã thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng, công ty có cổ phiếu niêm yết tại SGDK nhưng có số lượng cổ đông thấp hơn 100 cổ đông sẽ không thống nhất với tiêu chuẩn tại điểm c khoản 1 Điều 25 Luật Chứng khoán (công ty đại chúng là

công ty có cổ phiếu được ít nhất một trăm nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp). Điều này cũng dẫn đến những bất cập trong quy định về hủy công ty đại chúng (thực tế là không thể hủy được với trường hợp quy định tại điểm a, b). Do vậy, điều kiện hủy đăng ký công ty đại chúng mới chỉ quy định cho loại hình công ty tại điểm c khoản 1 Điều 25 Luật Chứng khoán (công ty có 10 tỷ và 100 cổ đông trở lên). Hiện đã có một số doanh nghiệp thuộc trường hợp tại điểm a khoản 1 Điều 25 Luật Chứng khoán (đã chào bán ra công chúng) và có cổ đông giảm xuống dưới 100 cổ đông, muốn hủy tư cách công ty đại chúng để tập trung vào quản trị công ty theo quy định của Luật Doanh nghiệp, tuy nhiên, không có cơ chế cho việc hủy đăng ký công ty đại chúng.

Tiêu chí vốn điều lệ đã góp từ 10 tỷ đồng trở lên và 100 cổ đông đối với công ty đại chúng là tương đối thấp so với quy mô của các công ty đại chúng hiện tại. Thực tiễn quản lý cho thấy có nhiều công ty đại chúng với quy mô vốn nhỏ, thường ít kinh nghiệm trong công tác quản trị công ty, thiếu hiểu biết về các quy định trên TTCK, không đủ năng lực để đáp ứng các yêu cầu cao về quản trị công ty, công bố thông tin, kiểm toán và các nghĩa vụ khác của công ty đại chúng theo quy định. Bên cạnh đó, thực tế cho thấy, một số công ty có số lượng 100 cổ đông bên ngoài nhưng nắm giữ tỷ lệ vốn rất nhỏ so với vốn điều lệ của công ty nên những nguyên tắc cơ bản về quản trị công ty theo quy định tại Luật chứng khoán không thể được đảm bảo, đặc biệt là nguyên tắc đối xử công bằng giữa các cổ đông; nguyên tắc công khai, minh bạch mọi hoạt động của công ty.

Việc giám sát đối với các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) cổ phần hóa gặp hạn chế do quy định về khái niệm công ty đại chúng tại Luật chứng khoán. Theo quy định tại điểm a khoản 1 Điều 25 Luật chứng khoán thì công ty đại chúng là công ty đã thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng. Đối với các DNNN cổ phần hóa, khoản 2 Điều 13 Luật chứng khoán ngoại trừ nghĩa vụ đăng ký chào bán ra công chúng với UBCKNN của các DNNN cổ phần hóa, việc chào bán này được thực hiện theo pháp luật về cổ phần hóa. Hình thức chào bán của các DNNN này là chào bán ra công chúng và sau khi chào bán ra công chúng, các DNNN cổ phần hóa này là công ty đại chúng. Thực tế, nhiều DNNN sau khi cổ phần hóa theo hình thức chào bán chứng khoán ra công chúng có số vốn điều lệ dưới 10 tỷ đồng và không đủ 100 cổ đông, tuy nhiên, Luật Chứng khoán và văn bản hướng dẫn chưa quy định về hồ sơ đăng ký công ty đại chúng cho trường hợp này. Đồng thời, hiện tại, UBCKNN không kiểm soát được đối tượng công ty đại chúng là DNNN cổ phần hóa nhưng không đủ 100 cổ đông và không đủ vốn điều lệ là 10 tỷ đồng. Do đó, UBCKNN không giám sát được đối tượng này cũng như xem xét nghĩa vụ đăng ký, lưu ký và đưa cổ phiếu vào giao dịch trên thị trường GDCK có tổ chức.

- Hậu quả nếu vấn đề không được giải quyết

Nếu các vấn đề bất cập không được giải quyết thì trước tiên mục tiêu của Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020 không đạt được.

Đối với chào bán chứng khoán, nếu không giải quyết các vướng mắc thì việc huy động, sử dụng vốn sẽ không đáp ứng được yêu cầu, ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

Đối với công ty đại chúng, nếu không được giải quyết các vướng mắc liên quan thì trước hết ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư. Do các công ty đã trở thành đại chúng sau khi cổ phần hóa nhưng chưa đăng ký công ty đại chúng với UBCKNN, chưa thực hiện đăng ký, lưu ký chứng khoán, nhà đầu tư sở hữu cổ phần của các công ty này không có nơi để giao dịch cổ phiếu của mình, không thể kiểm soát hoạt động sử dụng vốn của doanh nghiệp, chưa đảm bảo được tính minh bạch trong hoạt động của các doanh nghiệp này. Ngoài ra, cả cơ quan nhà nước và chính doanh nghiệp cũng lúng túng trong thủ tục hủy công ty đại chúng đối với những công ty đại chúng thuộc điểm a, b Điều 25 Luật chứng khoán mà không còn đáp ứng tiêu chí về vốn và số lượng cổ đông của công ty đại chúng. Việc tiếp tục hay không còn là công ty đại chúng sẽ liên quan đến các nghĩa vụ của công ty đại chúng. Các công ty đại chúng có quy mô vốn quá nhỏ như hiện nay cũng sẽ gặp khó khăn về chi phí để đáp ứng được các nghĩa vụ của công ty đại chúng trên TTCK bao gồm: nghĩa vụ nộp phí quản lý công ty đại chúng, nghĩa vụ đăng ký chứng khoán, lập và quản lý website, đăng báo đối với nghĩa vụ công bố thông tin và quản trị công ty đại chúng.

- Nguyên nhân gây ra vấn đề

+ Nguyên nhân chủ quan:

- Ý thức tuân thủ pháp luật của nhiều doanh nghiệp còn chưa cao, các doanh nghiệp này luôn tìm những khiếm khuyết của hệ thống pháp luật để trốn tránh các nghĩa vụ của mình; sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý đối với hoạt động của doanh nghiệp nói chung, cơ quan quản lý về cổ phần hóa cũng như quản lý về chứng khoán và TTCK còn chưa chặt chẽ.

- Chứng khoán và TTCK là lĩnh vực vẫn đang trong quá trình phát triển, hoàn thiện tại Việt Nam, vì vậy, sẽ không tránh khỏi những vấn đề, hạn chế liên quan đến mô hình tổ chức và hệ thống pháp luật điều chỉnh hoạt động của thị trường do cơ quan quản lý vừa học tập, vừa rút kinh nghiệm và hoàn thiện dần cơ chế hoạt động của thị trường.

+ Nguyên nhân khách quan:

- Hệ thống pháp luật còn chưa đầy đủ và chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của TTCK; các doanh nghiệp trở thành đại chúng ngày càng gia tăng theo chủ trương cổ phần hóa, sắp xếp đổi mới DNNN.

- TTCK đã hoạt động được một thời gian, do vậy, cần hoàn thiện cơ chế hoạt động của thị trường cũng như bổ sung các sản phẩm mới để đáp ứng yêu cầu hội nhập và nhu cầu của nhà đầu tư.

2.2. Mục tiêu giải quyết vấn đề

- Mục tiêu tổng quát:

+ Tăng cung hàng hóa cho TTCK, cải thiện nguồn cung, đa dạng hóa sản phẩm chứng khoán chào bán, tháo gỡ vướng mắc và tạo điều kiện huy động vốn cho doanh nghiệp và nền kinh tế; hoàn thiện khung pháp lý hoạt động của TTCK nói chung và hoạt động chào bán chứng khoán nói riêng.

+ Tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp trong quá trình huy động vốn thông qua việc phát hành trái phiếu riêng lẻ;

+ Có khái niệm nhất quán và rõ ràng về đối tượng quản lý là công ty đại chúng, đồng thời tương thích với việc hủy khi không còn đáp ứng điều kiện là công ty đại chúng, không bị ràng buộc bởi điều kiện về niêm yết hay điều kiện về chào bán ra công chúng.

- *Mục tiêu cụ thể:*

+ Đảm bảo tính đồng bộ của Luật Chứng khoán với các luật khác có liên quan, trong đó Luật Chứng khoán quy định chung tất cả các nội dung về quản lý việc chào bán chứng khoán. Theo đó, Luật chứng khoán sẽ quy định cụ thể về:

- Các loại chứng khoán chào bán;
- Chào bán chứng khoán ra công chúng của tất cả các loại hình doanh nghiệp;
- Chào bán chứng khoán riêng lẻ của công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán;

• Quy định cụ thể thẩm quyền của UBCKNN đối với hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng, chào bán chứng khoán riêng lẻ của công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán;

• Quy định rõ việc chào bán riêng lẻ của tổ chức phát hành không phải là công ty đại chúng thực hiện theo quy định của Luật doanh nghiệp và pháp luật khác có liên quan;

• Xác định rõ trách nhiệm của các tổ chức, cá nhân có liên quan đến việc chào bán chứng khoán (như tổ chức phát hành, tổ chức tư vấn, tổ chức kiểm toán...).

+ Sửa đổi khái niệm về công ty đại chúng để có khái niệm thống nhất và rõ ràng về đối tượng quản lý là công ty đại chúng, đồng thời tương thích với việc hủy khi không còn đáp ứng điều kiện là công ty đại chúng, không bị ràng buộc bởi điều kiện về niêm yết hay điều kiện về chào bán ra công chúng và nâng cao điều kiện về vốn điều lệ đã góp lên 50 tỷ đồng, số lượng cổ đông tối thiểu là 200 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp.

2.3. Các giải pháp đề xuất để giải quyết vấn đề

2.3.1. Giải pháp 2A: Giữ nguyên hiện trạng.

2.3.2. Giải pháp 2B: bổ sung quy định pháp luật. Cụ thể như:

- Bổ sung quy định về điều kiện chào bán chứng khoán như giới hạn về tổng giá trị đợt phát hành so với tổng giá trị cổ phiếu đang lưu hành (như không phát hành quá số lượng cổ phiếu đang lưu hành), khoảng cách giữa các đợt phát hành

thêm (ví dụ tối thiểu 01 năm), trừ một số trường hợp đặc biệt như doanh nghiệp thành lập mới thuộc lĩnh vực ưu tiên đầu tư của Chính phủ cơ sở hạ tầng, công nghệ thông tin...; giới hạn khối lượng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành theo tỷ lệ so với vốn chủ sở hữu, quy định về mức trần lãi suất trái phiếu huy động, hệ số khả năng thanh toán của doanh nghiệp phát hành, yêu cầu về định mức tín nhiệm...; bổ sung quy định về chào bán trái phiếu riêng lẻ của công ty đại chúng (bao gồm: trái phiếu chuyển đổi riêng lẻ, trái phiếu kèm chứng quyền) và giao Chính phủ hướng dẫn chi tiết về điều kiện, hồ sơ, trình tự thủ tục chào bán.

- Sửa đổi quy định tại Luật chứng khoán về khái niệm công ty đại chúng và nâng cao điều kiện về vốn điều lệ đã góp lên 50 tỷ đồng, số lượng cổ đông lên 200 cổ đông, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp.

2.4. Đánh giá tác động của các giải pháp đối với đối tượng chịu sự tác động trực tiếp của chính sách và các đối tượng khác có liên quan

2.4.1. Giải pháp 2A: Giữ nguyên hiện trạng

a) Tác động về kinh tế

- Chi phí:

+ Đối với Nhà nước: Đối với hoạt động chào bán giải pháp này không làm phát sinh chi phí. Tuy nhiên, đối với vấn đề công ty đại chúng giải pháp này có những ảnh hưởng nhất định như:

- Ảnh hưởng lợi ích kinh tế do không kiểm soát hết các doanh nghiệp trở thành công ty đại chúng nhưng không đăng ký là công ty đại chúng với UBCKNN (theo quy định công ty đại chúng phải nộp phí quản lý công ty đại chúng là 10.000.000đ/năm).

- Tăng chi thường xuyên do phải thực hiện kế hoạch kiểm tra đối với các công ty đại chúng không còn đáp ứng điều kiện (chi công tác phí - ăn, ở, đi lại cho thành viên của các đoàn kiểm tra);

- Tăng chi trả tiền lương, tăng chi cơ sở vật chất, thiết bị, tài sản công: tiêu chí về công ty đại chúng thấp (vốn 10 tỷ) nên số lượng công ty đại chúng nhiều, cơ quan quản lý phải tăng cán bộ quản lý, giám sát cũng như điều kiện về phòng làm việc, thiết bị, tài sản cho cán bộ làm công tác giám sát;

+ Đối với người dân:

- Quy định về hoạt động chào bán nêu trên chưa được giám sát bằng cơ chế chặt chẽ và cơ quan nhà nước thống nhất, thông tin chưa minh bạch ảnh hưởng đến quyết định và cơ hội đầu tư của người dân.

- Ảnh hưởng lợi ích kinh tế do cổ phiếu của công ty đại chúng mà nhà đầu tư đang nắm giữ chưa được giao dịch tại thị trường GDCK có tổ chức, trong khi đó thị trường tự do tiềm ẩn và chứa đựng nhiều rủi ro hoặc khi công ty không còn đáp ứng tiêu chí công ty đại chúng nhưng không đủ điều kiện hủy đăng ký đại chúng thì cổ đông thực hiện giao dịch vẫn phải tuân thủ các quy định về giao dịch đối với

công ty đại chúng và phải thanh toán các khoản phí liên quan đến giao dịch chuyển quyền sở hữu chứng khoán.

+ Đối với doanh nghiệp:

- Ảnh hưởng lợi ích kinh tế do gặp khó khăn trong việc huy động vốn để đầu tư cho sản xuất, kinh doanh.

- Tăng thời gian và chi phí thực hiện thủ tục hành chính bởi khi thực hiện việc huy động vốn, doanh nghiệp phải làm việc với nhiều cơ quan khác nhau do hoạt động này được quy định tại nhiều Luật và văn bản hướng dẫn khác nhau.

- Ảnh hưởng lợi ích kinh tế do phải thực hiện các chi phí liên quan đến việc thực hiện nghĩa vụ công ty đại chúng (mặc dù tiêu chí là công ty đại chúng không còn) (phí quản lý công ty đại chúng, chi phí báo cáo, công bố thông tin, phí lưu ký...).

- *Lợi ích*: không phát sinh lợi ích cho Nhà nước, doanh nghiệp và người dân.

b) Tác động về xã hội

- *Tích cực*: đối với hoạt động chào bán, tác động tích cực về mặt xã hội của giải pháp này hầu như không có.

Đối với công ty đại chúng, quy định về công ty đại chúng như hiện tại đã được áp dụng mười năm (kể từ khi Luật chứng khoán được ban hành năm 2006) nên đã khá quen thuộc đối với các chủ thể tham gia TTCK, khái niệm công ty đại chúng hiện hành gồm nhiều đối tượng, qua đó, góp phần tăng cường tính công khai, minh bạch thông qua các yêu cầu về công bố thông tin, quản trị công ty đối với các đối tượng này.

- *Tiêu cực*:

- + Ảnh hưởng đến tài sản của người dân do cơ chế giám sát hoạt động huy động vốn qua chào bán của doanh nghiệp chưa cao;

- + Ảnh hưởng cơ hội có việc làm và tiền lương của người dân bởi khi doanh nghiệp gặp khó khăn trong huy động vốn sẽ không có điều kiện mở rộng sản xuất, kinh doanh.

- + Giảm niềm tin của xã hội vào chính sách, pháp luật, môi trường đầu tư;

- + Giảm hiệu lực, hiệu quả của công tác quản lý nhà nước do cơ quan quản lý phải tập trung giám sát một số lượng lớn các đối tượng là công ty nhỏ lẻ, ít kinh nghiệm trong công tác quản trị công ty, thiếu nhận biết về các quy định trên TTCK.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính

Đối với chào bán trái phiếu riêng lẻ, thủ tục hành chính đã được quy định tại Nghị định số 90/2011/NĐ-CP, Thông tư 211/2012/TT-BTC và các văn bản có liên quan. Tuy nhiên, quy định như hiện tại chưa đảm bảo tính đồng bộ giữa nội dung về chào bán chứng khoán ra công chúng và chào bán chứng khoán riêng lẻ của công ty đại chúng. Ngoài ra, việc quy định tại nhiều văn bản hướng dẫn khác nhau gây khó khăn cho doanh nghiệp trong quá trình áp dụng.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: chính sách không ảnh hưởng tới quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp.

- Tác động tới các quy định của pháp luật:

- + Nội dung chào bán chứng khoán có liên quan trực tiếp tới các văn bản pháp luật như Luật chứng khoán, Luật doanh nghiệp, Nghị định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp... Theo đó, cơ chế quản lý hoạt động chào bán chứng khoán hiện vẫn chưa đầy đủ, thống nhất và cần chỉnh sửa để bảo vệ nhà đầu tư cũng như tạo điều kiện cho hoạt động của doanh nghiệp.

- + Nội dung về công ty đại chúng có liên quan trực tiếp tới các văn bản pháp luật như Luật doanh nghiệp, Luật chứng khoán và văn bản hướng dẫn thi hành, văn bản về cổ phần hóa, sắp xếp, đổi mới doanh nghiệp nhà nước (Nghị định 59/2011/NĐ-CP, Quyết định 51/2014/QĐ-TTg...). Cơ bản, quy định hiện hành về công ty đại chúng thống nhất và phù hợp với các văn bản pháp luật có liên quan. Tuy nhiên, nội dung về công ty đại chúng theo pháp luật chứng khoán chưa thật sự đồng bộ và có những hạn chế nhất định trong triển khai các quy định của pháp luật, cụ thể như:

- Khái niệm công ty đại chúng chưa rõ ràng về tiêu chí, rất khó hủy tư cách công ty đại chúng nhất là đối với công ty trở thành công ty đại chúng sau khi thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng hoặc có cổ phiếu được niêm yết tại Sở GDCK, UBCKNN gặp khó khăn trong việc xác định thời điểm công ty không còn đáp ứng điều kiện là công ty đại chúng.

- Một nhóm các công ty đáp ứng điều kiện công ty đại chúng (bao gồm công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng hoặc có cổ phiếu được niêm yết tại Sở GDCK, DNNN cổ phần hóa thông qua hình thức chào bán cổ phiếu ra công chúng) nhưng không phải nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng với UBCKNN theo quy định tại Khoản 1 Điều 34 Nghị định 58/2012/NĐ-CP và Khoản 2 Điều 13 Luật chứng khoán. Như vậy, UBCKNN sẽ không có cơ sở dữ liệu để thực hiện quản lý, giám sát đối với các công ty này.

- Việc đăng ký, lưu ký chứng khoán, đăng ký giao dịch của công ty cổ phần hình thành sau khi chuyển đổi từ DNNN; vấn đề quản trị công ty theo pháp luật doanh nghiệp và chứng khoán.

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: phù hợp với Cam kết WTO, BTA Việt Nam - Hoa Kỳ, Hiệp định khung ASEAN, TTP (chưa có hiệu lực).

2.4.2. Giải pháp 2B: Bổ sung quy định pháp luật

a) Tác động về kinh tế

- Chi phí:

+ Đối với Nhà nước:

- Đối với nội dung chào bán chứng khoán, không phát sinh chi phí.

- Đối với nội dung về công ty đại chúng: Nhà nước có thể bị ảnh hưởng lợi ích kinh tế do nâng cao điều kiện vốn điều lệ đã góp của doanh nghiệp lên cao hơn dẫn đến giảm số lượng công ty đại chúng, giảm nguồn phí đóng góp vào NSNN. Tuy nhiên, trước khi nâng cao điều kiện thì nhiều công ty đại chúng quy mô nhỏ hoạt động kém hiệu quả, không thực hiện đầy đủ nghĩa vụ đóng góp phí quản lý công ty đại chúng cho NSNN, đồng thời, cơ quan quản lý không thể kiểm soát được tất cả các doanh nghiệp nhỏ nên thất thu một khoản phí cho NSNN. Sau khi nâng điều kiện, các doanh nghiệp đáp ứng điều kiện mới là những doanh nghiệp hoạt động tốt nên khả năng đóng góp ổn định cho NSNN.

+ Đối với doanh nghiệp: Doanh nghiệp phải đầu tư thời gian và chi phí để thực hiện thủ tục hành chính (đăng ký chào bán). Tuy nhiên, đây là chi phí hợp lý nhằm thực hiện huy động vốn đầu tư cho hoạt động của doanh nghiệp.

+ Đối với người dân: không phát sinh chi phí.

- Lợi ích:

+ Nhà nước:

- Tăng thu cho NSNN từ thu hút đầu tư nước ngoài do tạo niềm tin cho công chúng và nhà đầu tư, thu được lợi ích về kinh tế liên quan đến lệ phí chào bán chứng khoán;

- Thu được lợi ích kinh tế do các công ty đại chúng được kiểm soát chặt chẽ, đầy đủ hơn. Việc nâng điều kiện công ty đại chúng đảm bảo những doanh nghiệp này là doanh nghiệp có khả năng đóng góp ổn định cho NSNN.

+ Đối với người dân: Thu được lợi ích về kinh tế do hoạt động chào bán được bảo vệ bởi cơ chế chặt chẽ và cơ quan nhà nước có thẩm quyền thống nhất, các thông tin được minh bạch làm cơ sở nhà đầu tư ra quyết định đầu tư.

+ Đối với doanh nghiệp:

- Thu được lợi ích về kinh tế do huy động vốn đầu tư cho sản xuất, kinh doanh, doanh nghiệp có cơ hội tiếp cận nguồn vốn cổ phần với chi phí rẻ hơn vốn vay từ ngân hàng thương mại.

- Thu được lợi ích kinh tế do nhiều doanh nghiệp không còn là công ty đại chúng không phải thực hiện các nghĩa vụ liên quan đến công ty đại chúng (phí quản lý công ty đại chúng, chi phí báo cáo, công bố thông tin, phí lưu ký, quản trị công ty đại chúng...), họ tập trung phát triển doanh nghiệp theo quản trị của Luật doanh nghiệp.

b) Tác động về xã hội

- Tích cực:

+ Gia tăng lợi ích kinh tế của người dân và cộng đồng do cơ chế giám sát hoạt động huy động vốn qua chào bán của doanh nghiệp chặt chẽ, tài sản đầu tư của người dân vào doanh nghiệp được bảo đảm;

+ Gia tăng cơ hội đầu tư của người dân qua hoạt động đầu tư góp vốn khi hoạt động chào bán chứng khoán được giám sát chặt chẽ.

+ Gia tăng cơ hội có việc làm bởi khi doanh nghiệp huy động được vốn từ nền kinh tế sẽ có điều kiện mở rộng sản xuất, kinh doanh.

+ Tăng niềm tin của xã hội vào tính nghiêm minh của pháp luật, vào môi trường đầu tư, kinh doanh;

+ Tăng hiệu quả vận hành của TTCK và thị trường tài chính, tăng hiệu lực, hiệu quả của công tác quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK (Việc nâng điều kiện tối thiểu về vốn điều lệ đã góp từ 10 tỷ đồng lên 50 tỷ đồng, về số lượng cổ đông từ 100 cổ đông lên 200 cổ đông đối với công ty đại chúng giúp nâng cao chất lượng của công ty đại chúng trên TTCK, đồng thời làm giảm số lượng công ty đăng ký đại chúng với UBCKNN, tăng cường công tác quản trị công ty, nâng cao chất lượng quản lý, giám sát đối với các công ty này).

- Tiêu cực: hầu như không có.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: Phát sinh thủ tục hành chính liên quan đến đăng ký chào bán trái phiếu riêng lẻ. Thủ tục hành chính là cần thiết của chính sách này, nó đáp ứng yêu cầu quản lý nhà nước, đảm bảo được quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia TTCK và bảo vệ nhà đầu tư trong điều kiện còn nhiều nhà đầu tư chưa có kinh nghiệm. Các nội dung của thủ tục hành chính bao gồm điều kiện, hồ sơ, trình tự thủ tục và nội dung khác sẽ được quy định nguyên tắc tại Luật chứng khoán và giao Chính phủ hoặc giao Bộ Tài chính hướng dẫn chi tiết việc thi hành giúp có những quy định linh hoạt phù hợp với tình hình thực tế, nhanh chóng tháo gỡ được những khó khăn, bất cập trong quá trình thực hiện.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: chính sách không ảnh hưởng tới quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp.

- Tác động tới các quy định của pháp luật:

+ Đồng bộ quy định của Luật chứng khoán, Luật doanh nghiệp, Nghị định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp và các văn bản hướng dẫn. Theo đó, thống nhất

về cơ quan quản lý hoạt động chào bán chứng khoán nói chung và tạo cơ chế cho hoạt động huy động vốn của các công ty đại chúng.

+ Đảm bảo tính thống nhất, đồng bộ với Luật doanh nghiệp, Luật chứng khoán và văn bản hướng dẫn thi hành, văn bản về cổ phần hóa, sắp xếp, đổi mới DNNN (Nghị định 59/2011/NĐ-CP, Quyết định 51/2014/QĐ-TTg...) và nâng cao tính khả thi của pháp luật. Cụ thể như:

- Điều kiện trở thành công ty đại chúng thống nhất với điều kiện hủy công ty đại chúng, tạo thuận lợi trong việc xác định thời điểm công ty đáp ứng và không còn đáp ứng điều kiện là công ty đại chúng

- Mọi công ty đại chúng đáp ứng điều kiện trở thành công ty đại chúng đều phải đăng ký hồ sơ công ty đại chúng với UBCKNN, đảm bảo việc giám sát đối với công ty đại chúng là DNNN đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng.

- Thống nhất với các quy định mang tính nguyên tắc về nghĩa vụ đăng ký, lưu ký, niêm yết, giao dịch chứng khoán của DNNN cổ phần hóa.

- Thống nhất các quy định về quản trị công ty giữa pháp luật chứng khoán và pháp luật doanh nghiệp (theo đó, những công ty nhỏ tuân thủ quản trị theo Luật doanh nghiệp, công ty đại chúng tuân thủ quy định chung của Luật doanh nghiệp và Luật chứng khoán).

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: phù hợp với Cam kết WTO, BTA Việt Nam - Hoa Kỳ, Hiệp định khung ASEAN, TTP (chưa có hiệu lực).

2.5. Kiến nghị giải pháp lựa chọn

Qua đánh giá tác động của từng giải pháp cho thấy, mỗi giải pháp đều có ưu điểm, nhược điểm, có mặt tích cực, tiêu cực nhưng giải pháp đem lại nhiều tác động tích cực và tác động tiêu cực có thể chấp nhận được là giải pháp 2B.

Đối với chào bán chứng khoán, thẩm quyền quy định chi tiết là Chính phủ. Đối với công ty đại chúng, tiêu chí xác định và quản lý công ty đại chúng tại Luật chứng khoán sẽ được sửa đổi để đảm bảo thực thi chính sách đã được lựa chọn.

3. Chính sách 3: Về thị trường giao dịch chứng khoán

3.1. Xác định vấn đề bất cập

Chính sách này gồm 3 nội dung cơ bản là:

- Tái cấu trúc mô hình tổ chức TTCK, đa dạng hóa sản phẩm giao dịch, phương thức giao dịch, sản phẩm nghiệp vụ của Sở GDCK;
- Xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh;
- Hoàn thiện hệ thống giám sát giao dịch cho thị trường GDCK.

Thứ nhất, liên quan đến tổ chức, hoạt động của các Sở GDCK, TTCK Việt Nam chính thức đi vào hoạt động từ tháng 7/2000 với việc đưa vào vận hành Trung tâm GDCK Thành phố Hồ Chí Minh. Năm năm sau đó, vào tháng 3/2005,

Trung tâm GDCK Hà Nội được khai trương hoạt động. Ban đầu, 02 Trung tâm GDCK được tổ chức dưới hình thức đơn vị sự nghiệp có thu, trực thuộc UBCKNN. Từ năm 2007 đối với Trung tâm GDCK Tp.HCM và 2009 đối với Trung tâm GDCK Hà Nội, các Trung tâm GDCK được chuyển đổi mô hình tổ chức hoạt động thành các Sở GDCK, dưới hình thức doanh nghiệp nhà nước một thành viên, trực thuộc Bộ Tài chính, do Nhà nước sở hữu 100% vốn. Việc tổ chức GDCK thông qua hai Sở GDCK trong thời gian qua đã đem lại nhiều thành công trong việc hình thành và mở rộng hệ thống thị trường giao dịch có tổ chức, góp phần thu hẹp thị trường tự do, tăng cường tính công khai, minh bạch, đóng góp cho công tác cổ phần hóa và thu hút vốn cho đầu tư phát triển. Tuy nhiên, việc hai Sở GDCK cùng tồn tại, hoạt động đã làm phát sinh một số vấn đề như sự cạnh tranh giữa các Sở GDCK trong việc thu hút các công ty lên niêm yết để tạo doanh thu của Sở GDCK; TTCK bị chia cắt thành nhiều mảnh; tăng chi ngân sách, chi của Sở GDCK để đầu tư cho hệ thống giao dịch, nhân sự của Sở GDCK; hệ thống cơ sở dữ liệu khác nhau gây khó khăn cho cơ quan quản lý trong công tác quản lý giám sát TTCK nói chung và Sở GDCK nói riêng. Bên cạnh đó, sản phẩm trên TTCK còn nghèo nàn (cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ) nên thị TTCK có quy mô hạn chế, chưa phát huy hết chức năng huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế. Việc phát triển các thị trường và sản phẩm mới chỉ có thể thực hiện trên nền tảng của thị trường cơ sở vững mạnh, nhất quán, minh bạch.

Thứ hai, thời gian qua, TTCK Việt Nam đã có những thành tựu nhất định, đóng góp vào sự phát triển kinh tế xã hội của đất nước, tuy nhiên thị trường còn chưa thật sự bền vững, chỉ số thị trường biến động mạnh, phụ thuộc vào tâm lý nhà đầu tư, từ đó tác động ngược trở lại, thường xuyên tạo ra các đợt “nóng”, “lạnh” bất thường. Để hạn chế tâm lý bất ổn, giúp nhà đầu tư yên tâm trên TTCK, giúp các tổ chức hoạt động trên TTCK có thêm công cụ để phòng ngừa rủi ro, cần cho phép xây dựng và vận hành TTCK phái sinh (CKPS), thị trường của các sản phẩm phòng ngừa rủi ro. Thực tế hiện nay, Việt Nam đã có các sản phẩm phái sinh tiền tệ, cụ thể như các hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi thực hiện trên hệ thống ngân hàng. Chúng ta cũng đã có phái sinh hàng hóa thực hiện trên sở giao dịch hàng hóa. Tuy nhiên, chúng ta chưa có TTCK phái sinh, mặc dù, Luật chứng khoán đã có các quy định về loại hình chứng khoán này. Trong thời gian qua, một số tổ chức, cá nhân đã tự ý triển khai các sản phẩm phái sinh, cụ thể: Hợp đồng quyền chọn dựa trên cổ phiếu giao dịch trên thị trường không có sự quản lý của nhà nước; Hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu do Công ty Vàng thế giới thực hiện vào đầu năm 2010; Giao dịch Hợp đồng tương lai vàng trên thị trường quốc tế (hay được gọi là giao dịch trạng thái tài khoản vàng). Đây thực chất là các sản phẩm chứng khoán phái sinh, tuy nhiên, do chưa có quy định pháp lý hướng dẫn thực hiện, nên các giao dịch này được giao kết dưới hình thức thỏa thuận dân sự, mang tính chất “lách luật” vì pháp luật chưa có cơ chế cho phép thực hiện gây ra nhiều hệ lụy, đặc biệt là các giao dịch trạng thái tài khoản vàng. Việc các tổ chức, cá nhân tổ chức các giao dịch này dưới hình thức pháp luật dân sự gây khó khăn cho công tác quản lý nhà nước và gây nhiều thiệt hại không thể xử lý

cho xã hội. Sau khủng hoảng tài chính năm 2008-2009, vấn đề quan trọng là phải có khuôn khổ pháp lý chặt chẽ theo hướng nhà nước phải tập trung quản lý các hoạt động và các giao dịch của thị trường CKPS, không chỉ các CKPS giao dịch qua Sở GDCK mà đặc biệt là các sản phẩm phái sinh giao dịch không có sự quản lý của nhà nước và thỏa thuận.

Thứ ba, về giám sát giao dịch chứng khoán, đây là một trong những hoạt động quan trọng để đảm bảo TTCK vận hành an toàn, hiệu quả. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, bên cạnh cơ quan quản lý TTCK thì công ty chứng khoán có vai trò quan trọng trong giám sát giao dịch chứng khoán. Theo quy định pháp luật hiện hành, nghĩa vụ của công ty chứng khoán mới chỉ dừng ở mức độ phối hợp với UBCKNN, Sở GDCK trong việc thực hiện công tác giám sát giao dịch chứng khoán khi được yêu cầu. Do vậy, cần nghiên cứu bổ sung quy định pháp lý về trách nhiệm của công ty chứng khoán gián tiếp kiểm soát các giao dịch của tổ chức và cá nhân để đảm bảo tuân thủ quy định của pháp luật như: cảnh báo (trực tiếp hoặc qua điện thoại tới nhà đầu tư) nếu phát hiện ra các dấu hiệu giao dịch bất thường (lần thứ 1 nhà đầu tư vi phạm), nếu nhà đầu tư tiếp tục có biểu hiện vi phạm có thể áp dụng một số hình thức xử lý theo thẩm quyền của công ty chứng khoán và đồng thời thông báo cho Sở GDCK và UBCKNN.

Sở GDCK - đơn vị quản lý, giám sát hoạt động đối với công ty chứng khoán là thành viên giao dịch của Sở GDCK chưa có cơ chế ràng buộc trách nhiệm của thành viên giao dịch tham gia hoạt động giám sát giao dịch, cũng như thực thi các quyền của Sở GDCK trong việc yêu cầu thành viên giao dịch cung cấp thông tin, tài liệu phục vụ cho mục đích giám sát giao dịch hoặc xử lý theo thẩm quyền của Sở GDCK khi phát hiện thành viên giao dịch vi phạm các quy định của pháp luật, đồng thời buộc công ty chứng khoán thành viên nâng cao trách nhiệm và nghĩa vụ của mình trong hoạt động giám sát giao dịch theo quy định.

Bên cạnh đó, khi TTCK phái sinh đi vào hoạt động, công ty chứng khoán - thành viên lưu ký là cấp giám sát thứ nhất và cũng chính là cánh tay nối dài giúp Trung tâm LKCK Việt Nam triển khai hiệu quả công tác giám sát đối với giao dịch chứng khoán phái sinh. Hơn nữa, với sự tham gia của công ty chứng khoán là cấp giám sát thứ nhất giúp UBCKNN tăng cường công tác giám sát giao dịch chứng khoán; phát hiện, ngăn ngừa kịp thời các dấu hiệu, hành vi vi phạm các quy định về giao dịch chứng khoán hiệu quả hơn.

- Hậu quả nếu vấn đề không được giải quyết

+ Nếu vấn đề bất cập không được giải quyết thì trước tiên mục tiêu của Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020 không đạt được.

+ Về tổ chức thị trường GDCK, do không còn hình thức Trung tâm GDCK nên các quy định liên quan tới Trung tâm GDCK đã không còn ý nghĩa và không cần thiết. Việc tồn tại hai Sở GDCK với 2 hệ thống giao dịch độc lập, nhưng không có nhiều khác biệt trong cơ chế giao dịch cổ phiếu gây tổn kém về chi phí cho các công ty chứng khoán do phải đầu tư hệ thống, đóng phí thành viên, hệ

thống giao dịch, về nhân sự. Các nguồn tài chính bị phân tán, hoạt động nghiên cứu và phát triển bị manh mún, không tập trung, gây lãng phí nhân lực và vật lực không cần thiết trong điều kiện quy mô thị trường còn nhỏ bé. Hai Sở GDCK với tiêu chuẩn niêm yết khác nhau, cơ chế quản lý giám sát khác nhau, công nghệ thông tin khác nhau không có cơ sở dữ liệu dùng chung gây khó khăn cho cơ quan quản lý trong công tác quản lý giám sát TTCK nói chung và Sở GDCK nói riêng. Quy mô thị trường còn hạn chế, sản phẩm chưa đa dạng dẫn đến TTCK chưa phát huy hết chức năng huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế. Một Sở GDCK Việt Nam đủ lớn về quy mô có thể thực hiện được vấn đề này.

+ Đối với TTCK phái sinh, các sản phẩm phái sinh được sử dụng để phòng ngừa rủi ro, nhưng bản thân chúng lại tiềm ẩn rất nhiều rủi ro nếu như nhà đầu tư không quản lý tốt các hoạt động đầu tư của mình. Do vậy, nếu hoạt động của thị trường này không được quản lý chặt chẽ thì nguy cơ gây ra những ảnh hưởng đổ vỡ dây truyền từ hoạt động giao dịch không tập trung, không có quản lý là rất lớn.

+ Về hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán, việc công ty chứng khoán không tham gia hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán với vai trò là cấp giám sát thứ nhất dẫn đến việc giám sát giao dịch không được triển khai toàn diện, không kịp thời phát hiện, ngăn ngừa các dấu hiệu, hành vi vi phạm các quy định pháp luật về giao dịch chứng khoán.

Hơn nữa, trường hợp không có quy định về việc công ty chứng khoán tham gia hoạt động giám sát giao dịch với tư cách là cấp giám sát thứ nhất sẽ không ràng buộc được công ty chứng khoán nâng cao trách nhiệm, nghĩa vụ của mình trong việc giám sát, phối hợp với UBCKNN, Sở GDCK, Trung tâm LKCK trong việc duy trì, phát triển TTCK công bằng, minh bạch, phát triển ổn định, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư khi tham gia giao dịch trên thị trường.

Hoạt động giám sát giao dịch không được triển khai toàn diện, công tác theo dõi, giám sát phát hiện ngăn ngừa các dấu hiệu, hành vi vi phạm không thực hiện hiệu quả có thể xuất hiện các hành vi thao túng, giao dịch nội bộ có ảnh hưởng tiêu cực đến niềm tin của các tổ chức, cá nhân tham gia giao dịch trên thị trường, không thể hiện được tính hiệu quả của công tác quản lý, giám sát giao dịch của UBCKNN với tư cách là cơ quan quản lý TTCK Việt Nam.

- Nguyên nhân gây ra vấn đề.

+ Nguyên nhân chủ quan:

• Chứng khoán và TTCK là lĩnh vực vẫn đang trong quá trình phát triển, hoàn thiện tại Việt Nam, vì vậy, sẽ không tránh khỏi những vấn đề, hạn chế liên quan đến mô hình tổ chức và hệ thống pháp luật điều chỉnh hoạt động của thị trường do cơ quan quản lý vừa học tập, vừa rút kinh nghiệm và hoàn thiện dần cơ chế hoạt động của thị trường. Đồng thời, hệ thống pháp luật của Việt Nam (Luật Doanh nghiệp 2014, Bộ Luật Dân sự 2015, Luật quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp 2014...) có sự thay đổi để phù hợp với thực tiễn nên dẫn đến những bất cập nêu trên.

- Ý thức tuân thủ pháp luật của một số tổ chức, nhà đầu tư tham gia giao dịch trên TTCK chưa cao.

- + Nguyên nhân khách quan:

- TTCK đã hoạt động được một thời gian, do vậy, cần hoàn thiện cơ chế hoạt động của thị trường cũng như bổ sung các sản phẩm mới để đáp ứng yêu cầu hội nhập và nhu cầu của nhà đầu tư.

- Chưa có cơ chế ràng buộc trách nhiệm của công ty chứng khoán liên quan đến hoạt động giám sát giao dịch đối với các tổ chức, cá nhân khi tham gia giao dịch trên TTCK là khách hàng của công ty chứng khoán và chưa có quy định xử lý đối với công ty chứng khoán trong trường hợp không thực hiện đủ, đúng trách nhiệm và quyền hạn trong giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán.

3.2. Mục tiêu giải quyết vấn đề

- *Mục tiêu tổng quát:*

- + Phát triển TTCK ổn định, vững chắc, cấu trúc hoàn chỉnh với nhiều cấp độ, đồng bộ về các yếu tố cung - cầu;

- + Tăng quy mô và chất lượng hoạt động, đa dạng hóa các sản phẩm, nghiệp vụ, đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả;

- + Từng bước cổ phần hóa Sở GDCK để bảo đảm sự thống nhất trong hoạt động, tạo thuận tiện trong việc nâng cao năng lực quản trị và thu hút vốn từ các thành viên thị trường;

- + Bảo đảm tính công khai, minh bạch, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và lòng tin của thị trường; đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả, chủ động hội nhập, từng bước tiếp cận với các chuẩn mực chung và thông lệ quốc tế; tạo khả năng kết nối với các TTCK trong khu vực.

- *Mục tiêu cụ thể:*

- + Thống nhất về mô hình tổ chức hoạt động của Sở GDCK. Theo đó, Sở GDCK Việt Nam là doanh nghiệp đặc thù, không hoàn toàn vì mục tiêu lợi nhuận, hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn do Thủ tướng Chính phủ quyết định thành lập, Bộ Tài chính là đại diện chủ sở hữu nhà nước tại Sở GDCK.

- + Thống nhất việc tổ chức thị trường GDCK tập trung tại Việt Nam, trên cơ sở hình thành các khu vực thị trường giao dịch cổ phiếu, thị trường giao dịch trái phiếu và thị trường chứng khoán phái sinh. Gắn với đó là điều kiện niêm yết theo phân khu thị trường giao dịch.

- + Hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, đa dạng hóa phương thức giao dịch và sản phẩm nghiệp vụ của Sở GDCK; từng bước kết nối với Sở GDCK trong khu vực;

- + Thu hẹp thị trường tự do bằng việc đưa ra nguyên tắc quản lý đối với thị trường giao dịch phi tập trung (OTC).

+ Hoàn thiện hành lang pháp lý đầy đủ để vận hành TTCKPS tại Việt Nam theo đúng lộ trình đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Đề án xây dựng và phát triển Thị trường CKPS tại Việt Nam (Quyết định 366/NĐ-CP ngày 11/3/2014), hoàn thiện cấu trúc TTCK theo hướng bổ sung thị trường phòng ngừa rủi ro để hỗ trợ phát triển các mảng thị trường khác như cổ phiếu, trái phiếu.

+ Tăng cường năng lực quản lý, giám sát của UBCKNN hướng tới thực hiện mục tiêu “bảo đảm tính công khai, minh bạch, tăng cường năng lực quản lý, giám sát, thanh tra và cưỡng chế thực thi, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và lòng tin của thị trường...” theo Chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2011 - 2020.

3.3. Các giải pháp đề xuất để giải quyết vấn đề

3.3.1. Giải pháp 3A: Giữ nguyên hiện trạng

3.3.2. Giải pháp 3B: sửa đổi, bổ sung quy định pháp luật

- Sửa đổi các quy định hiện hành về mô hình tổ chức, hoạt động của Sở GDCK. Theo đó, tiến hành tổ chức lại thị trường GDCK trên cơ sở hợp nhất 02 Sở GDCK. Sở GDCK Việt Nam sẽ hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn do Thủ tướng Chính phủ quyết định thành lập, Bộ Tài chính là đại diện chủ sở hữu nhà nước tại Sở GDCK. Sở GDCK là doanh nghiệp đặc thù, không hoàn toàn vì mục tiêu lợi nhuận. Bộ máy quản lý, điều hành của Sở GDCK được tổ chức phù hợp với Luật doanh nghiệp và các văn bản có liên quan, do Bộ trưởng Bộ Tài chính phê chuẩn sau khi có ý kiến của Chủ tịch UBCKNN. Luật Chứng khoán cũng sẽ có các quy định khung về niêm yết, giao dịch chứng khoán trên Sở GDCK sau khi tổ chức lại, về thị trường OTC.

- Đối với TTCK phái sinh, Luật Chứng khoán sẽ có các quy định khung và bao gồm các nội dung như:

+ Loại sản phẩm giao dịch: gồm khái niệm cơ bản về chứng khoán phái sinh; Hợp đồng tương lai; hợp đồng quyền chọn, Hợp đồng kỳ hạn; Loại tài sản cơ sở cho giao dịch các chứng khoán phái sinh;

+ Việc tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh: Đơn vị nào tổ chức giao dịch chứng khoán phái sinh (như Sở GDCK); hình thức tổ chức thị trường (Thị trường tập trung hay thị trường OTC hay cả hai); Quy định niêm yết, hủy niêm yết, tạm ngừng giao dịch, phương thức giao dịch.

+ Việc tổ chức bù trừ thanh toán cho giao dịch chứng khoán phái sinh: Đơn vị nào thực hiện bù trừ thanh toán (như Trung tâm LKCK Việt Nam); hình thức thanh toán (Mô hình đối tác bù trừ trung tâm-CCP); Quy định ký quỹ, tài sản ký quỹ; Quy trình xử lý mất khả năng thanh toán, các loại quỹ thanh toán; Quản trị rủi ro.

+ Quy định về tổ chức trung gian: Các tổ chức nào được tham gia TTCK phái sinh (VD: công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, quỹ đầu tư...); Điều kiện tham gia TTCK phái sinh với các nghiệp vụ kinh doanh cụ thể (Môi giới, Tư doanh, Tư vấn đầu tư...); Các loại thành viên trên TTCK phái sinh: Thành viên

giao dịch (VD: Thành viên giao dịch bình thường; Thành viên giao dịch đặc biệt; thành viên tạo lập thị trường); Thành viên bù trừ (VD: Thành viên bù trừ chung; Thành viên bù trừ trực tiếp); Các quyền và nghĩa vụ cơ bản của thành viên và quy định tạm ngừng, chấm dứt tư cách thành viên.

+ Quy định về sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài, công bố thông tin, giám sát, thanh tra, xử lý vi phạm trên TTCK phái sinh...

- Hoàn thiện cơ chế giám sát giao dịch chứng khoán theo 3 cấp giám sát như thông lệ quốc tế (cấp 1: công ty chứng khoán thành viên; cấp 2: Sở GDCK, Trung tâm LKCK; cấp 3: UBCKNN). Theo đó, Luật sẽ bổ sung quy định công ty chứng khoán là cấp giám sát thứ nhất, quy định công ty chứng khoán phải xây dựng cho mình bộ tiêu chí giám sát giao dịch chứng khoán, thẩm quyền cho Sở GDCK trong việc quản lý, giám sát, xử lý vi phạm đối với thành viên giao dịch của Sở GDCK, thẩm quyền cho Trung tâm LKCK trong việc quản lý, giám sát, xử lý vi phạm đối với thành viên lưu ký.

3.4. Đánh giá tác động của các giải pháp đối với đối tượng chịu tác động trực tiếp của chính sách và đối tượng khác có liên quan

3.4.1. Giải pháp 3A: Giữ nguyên hiện trạng

a) Tác động về kinh tế

- Chi phí:

+ Đối với Nhà nước:

- Ảnh hưởng lợi ích kinh tế do giảm nguồn đóng góp từ phí giao dịch bởi tính thanh khoản của thị trường chưa cao (cùng là Sở GDCK nhưng hai Sở có một số khác biệt nhất định trong GDCK như khối lượng, biên độ, bước giá... dẫn đến nhà đầu tư gặp những hạn chế khi thực hiện giao dịch là ảnh hưởng tính thanh khoản của thị trường).

- Tăng chi cơ sở vật chất, thiết bị, tài sản công do nhà nước phải thực hiện các gói thầu để đầu tư hệ thống GDCK tại các Sở GDCK, hệ thống giám sát của cơ quan quản lý đối với hoạt động giao dịch chứng khoán tại 02 sàn GDCK.

+ Đối với người dân: giảm về tài sản do TTCK hoạt động chưa ổn định, tiềm ẩn nhiều rủi ro, trong khi đó TTCK phái sinh chưa được hoạt động, nhà đầu tư chưa có công cụ đầu tư giúp giảm thiểu rủi ro.

+ Đối với doanh nghiệp:

- Tăng chi cho cơ sở vật chất, thiết bị, tài sản do đầu tư 02 hệ thống GDCK (cùng là thực hiện GDCK niêm yết nhưng 02 Sở GDCK có hai hệ thống khác nhau);

- Tăng chi phí tiền lương bởi 02 Sở GDCK có yêu cầu riêng về số lượng nhân sự đối với mỗi công ty chứng khoán thành viên;

• Giảm về tài sản do các chi phí đầu tư cơ sở vật chất, hệ thống, tiền lương... đều phải thực hiện nhiều hơn.

+ Đối với đối tượng khác (Trung tâm LKCK): ảnh hưởng lợi ích kinh tế, tăng chi cho cơ sở vật chất, thiết bị, tài sản bởi 02 Sở GDCK có 02 hệ thống khác nhau nên khi 01 Sở GDCK có thay đổi trong hoạt động nghiệp vụ (bổ sung sản phẩm nghiệp vụ...) thì Trung tâm LKCK cũng phải đầu tư để thực hiện hoạt động thanh toán, bù trừ cho hoạt động GDCK của các Sở GDCK.

- *Lợi ích*: không phát sinh lợi ích cho Nhà nước, doanh nghiệp và người dân.

b) Tác động về xã hội

- *Tích cực*: 02 Sở GDCK (trước đây là Trung tâm GDCK) đã đi vào hoạt động gần 20 năm. Hoạt động của 02 Sở GDCK giai đoạn đầu phù hợp với đặc thù của TTCK còn non trẻ. Việc tổ chức GDCK thông qua hai Sở GDCK trong thời gian qua đã đem lại nhiều thành công trong việc hình thành và mở rộng hệ thống thị trường giao dịch có tổ chức, góp phần thu hẹp thị trường tự do, tăng cường tính công khai, minh bạch, đóng góp cho công tác cổ phần hóa và thu hút vốn cho đầu tư phát triển.

- *Tiêu cực*:

+ Việc chưa có các sản phẩm phòng ngừa rủi ro (như sản phẩm chứng khoán phái sinh) sẽ ảnh hưởng đến lợi ích kinh tế của nhà đầu tư và cộng đồng, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ do chưa có công cụ phân tán rủi ro trên TTCK;

+ Giảm niềm tin của xã hội vào chính sách, pháp luật, môi trường đầu tư;

+ Ảnh hưởng tính minh bạch, công bằng và lợi ích của các nhà đầu tư nhỏ lẻ tham gia giao dịch trên thị trường do các hành vi vi phạm đa dạng, ngày càng tinh vi trong khi công tác giám sát giao dịch chưa được triển khai toàn diện.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính

Hiện tại, các quy định về tổ chức, hoạt động của Sở GDCK và việc niêm yết, đăng ký GDCK đã được quy định tại Luật chứng khoán, Nghị định 58/2012/NĐ-CP, Nghị định 60/2015/Đ-CP và Thông tư hướng dẫn thi hành. Theo quy định, Sở GDCK tổ chức thị trường GDCK, chấp thuận việc niêm yết, đăng ký GDCK. Các quy định về thủ tục hành chính liên quan đến niêm yết, đăng ký GDCK tại Sở GDCK đã được quy định cụ thể tại các văn bản hướng dẫn Luật chứng khoán (bao gồm điều kiện, trình tự, thủ tục, hồ sơ niêm yết, đăng ký giao dịch, vấn đề phí, lệ phí...). Thủ tục hành chính hiện tại đảm bảo được quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia.

Đối với thị trường CKPS hiện đang được quy định tại Nghị định 42/2015/NĐ-CP và Thông tư hướng dẫn. Các văn bản này đã quy định về thủ tục

hành chính liên quan tới hoạt động kinh doanh, đầu tư và cung cấp dịch vụ trên thị trường CKPS (bao gồm điều kiện, trình tự, thủ tục, hồ sơ đăng ký...). Thủ tục hành chính hiện tại đảm bảo được quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia.

Các nội dung về giám sát giao dịch không có thủ tục hành chính.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: không ảnh hưởng tới các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: chưa tạo được sự đồng bộ, thống nhất của hệ thống văn bản pháp luật do nội dung chính sách có liên quan còn chưa phù hợp với các văn bản pháp luật hiện hành như Luật doanh nghiệp 2014, Bộ luật Dân sự 2015, Luật Đầu tư 2014, Luật quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp 2014...

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: cơ bản phù hợp với Cam kết WTO, BTA Việt Nam - Hoa Kỳ, Hiệp định khung ASEAN, TTP (chưa có hiệu lực)...

3.4.2. Giải pháp 3B: *Sửa đổi các quy định hiện hành về mô hình tổ chức, hoạt động của Sở GDCK, về tổ chức thị trường chứng khoán phái sinh, bổ sung quy định về giám sát giao dịch chứng khoán*

a) Tác động về kinh tế

- Chi phí:

+ Đối với Nhà nước:

• Ảnh hưởng lợi ích kinh tế do khi hai Sở GDCK hợp nhất làm một thì nguồn thu phí mà các thành viên đóng góp sẽ giảm đi.

• Đối với hoạt động giám sát: hầu như không phát sinh chi phí do việc đưa công ty chứng khoán trở thành cấp giám sát thứ nhất.

+ Doanh nghiệp: không phát sinh chi phí.

+ Người dân: không phát sinh chi phí.

- Lợi ích:

+ Nhà nước:

• Giảm chi cơ sở vật chất, thiết bị, tài sản công do chỉ phải đầu tư vào 01 hệ thống.

• Thu được lợi ích kinh tế do Sở GDCK được tổ chức lại theo mô hình mới sẽ phát huy được hiệu quả hoạt động của bộ máy quản trị, điều hành Sở GDCK, góp phần tích cực vào việc triển khai các kế hoạch hoạt động của Sở GDCK.

• Thu được lợi ích kinh tế do việc đa dạng hóa sản phẩm trên TTCK, đặc biệt các sản phẩm giúp phòng ngừa rủi ro còn thu hút thêm vốn đầu tư gián tiếp nước

ngoài trung và dài hạn, giúp TTCK thanh khoản hơn, từ đó cải thiện bức tranh của TTCK, hệ thống tài chính và nền kinh tế, cải thiện định mức tín nhiệm quốc gia, hỗ trợ hoạt động huy động và tiết giảm chi phí huy động vốn của Việt Nam trên thị trường quốc tế.

+ Người dân: Thu được lợi ích kinh tế do hoạt động giám sát giao dịch được tăng cường làm giảm thiểu các dấu hiệu, hành vi vi phạm phát sinh từ các giao dịch không công bằng trên thị trường, đảm bảo thị trường vận hành an toàn, hiệu quả; đồng thời việc hợp nhất 02 Sở GDCK giúp nhà đầu tư không phải phân tán thời gian cho việc theo dõi trong quá trình GDCK. Bên cạnh đó, thị trường CKPS ra đời giúp nhà đầu tư có thêm công cụ phòng ngừa rủi ro, yên tâm hơn trong việc bỏ vốn để đầu tư vào TTCK.

+ Doanh nghiệp:

- Công ty chứng khoán giảm chi cho cơ sở vật chất, thiết bị, tài sản; giảm mức phí phải đóng cho ngân sách nhà nước;

- Công ty chứng khoán thu được lợi ích kinh tế do giảm chi cho cơ sở vật chất, phí, đồng thời tăng nguồn thu khi khách hàng mở tài khoản nhiều hơn

- Đối với các doanh nghiệp khác: thu được lợi ích kinh tế khi thị trường CKPS hoạt động thì thời gian đầu tư của nhà đầu tư kéo dài hơn, mức độ biến động của TTCK sẽ ít hơn, hoạt động phát hành trên TTCK để huy động vốn phục vụ cho nhu cầu đầu tư sẽ ổn định hơn.

b) Tác động về xã hội

- Tích cực:

+ Bảo vệ tài sản của nhà đầu tư, tăng điều kiện được sở hữu tài sản của người dân trong xã hội bởi tham gia vào một TTCK thống nhất, ổn định, an toàn, lành mạnh, công bằng.

+ Thúc đẩy quá trình tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư theo hướng gia tăng sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức, các nhà đầu tư chuyên nghiệp, có trình độ hiểu biết về CKPS;

+ Tác động tích cực đến tiến trình tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán vì thúc đẩy việc phân loại, hạn chế hoạt động kinh doanh chứng khoán của các tổ chức kinh doanh chứng khoán yếu kém về năng lực tài chính, từ đó loại bỏ dần các tổ chức này bằng các nguyên tắc và quy luật của thị trường. Các tổ chức kinh doanh chứng khoán đủ điều kiện tham gia TTCKPS, sẽ tiếp tục phải nâng cao chất lượng hoạt động, đáp ứng các tiêu chí cao hơn về vốn, quản trị công ty, quản trị rủi ro, nhân sự, hệ thống công nghệ, từ đó tạo hiệu ứng lan tỏa, nâng cao chất lượng dịch vụ cho nhà đầu tư trên TTCK;

+ Tạo tiền đề cho sự ra đời, vận hành của Trung tâm thanh toán bù trừ CKPS theo mô hình Đối tác bù trừ trung tâm (CCP- Central CounterParty), góp phần đảm bảo an toàn và ổn định cho hệ thống tài chính trước các rủi ro khủng hoảng.

+ Tăng hiệu quả vận hành của TTCK và thị trường tài chính, tăng hiệu lực, hiệu quả của công tác quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK bởi chính sách sẽ là cơ sở để hoàn thiện các quy định giúp cơ quan quản lý tăng cường vai trò quản lý nhà nước, điều chỉnh hành vi của các thành viên trên thị trường, giám sát và thanh tra xử phạt các vi phạm trên TTCK nói chung và TTCKPS nói riêng; triển khai hệ thống các văn bản hướng dẫn (chế độ hạch toán kế toán công cụ phái sinh,...) nhằm hoàn chỉnh hệ thống khung pháp lý cho hoạt động của toàn bộ thị trường, hỗ trợ tổ chức, cá nhân trong việc đầu tư, kinh doanh CKPS.

- *Tiêu cực*: hầu như không có.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính:

- Đối với nội dung tổ chức lại Sở GDCK, sau khi hợp nhất 02 Sở GDCK thì sẽ phải quy định lại về điều kiện niêm yết, trình tự, thủ tục, hồ sơ niêm yết. Thủ tục hành chính là cần thiết của chính sách này, nó đáp ứng yêu cầu quản lý nhà nước, đảm bảo được quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia TTCK. Các nội dung của thủ tục hành chính sẽ được quy định tại Nghị định của Chính phủ.

- Đối với nội dung về thị trường CKPS sẽ phát sinh thủ tục hành chính. Thủ tục hành chính là cần thiết của chính sách này, nó đáp ứng yêu cầu quản lý nhà nước, đảm bảo được quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia TTCK. Các nội dung của thủ tục hành chính sẽ được quy định tại văn bản cao nhất là Luật chứng khoán và có thể được ủy quyền giao Chính phủ hướng dẫn một phần. Các tổ chức trung gian trên thị trường CKPS có thể bao gồm CTCK, Ngân hàng thương mại, có thể tham gia thị trường CKPS ở một số nội dung như: tư doanh, môi giới, tư vấn đầu tư CKPS, tạo lập thị trường, thành viên giao dịch, thành viên giao dịch đặc biệt, hoạt động thanh toán bù trừ. Mỗi một nội dung cần phải đáp ứng các điều kiện khác nhau và cần các quy trình thủ tục xem xét, chấp thuận nhằm đảm bảo vai trò quản lý của nhà nước đối với các hoạt động này.

- Các nội dung về giám sát giao dịch không có thủ tục hành chính.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp:

+ Đối với nội dung về Sở GDCK, TTCK phái sinh: không ảnh hưởng tới các quyền và nghĩa vụ cơ bản của công dân.

+ Về giám sát giao dịch chứng khoán: ảnh hưởng tới quyền riêng tư của một số công dân là đối tượng nghi vấn vi phạm pháp luật từ hoạt động thu thập thông tin liên quan đến nhân thân, giao dịch, mối quan hệ giữa cá nhân... Tuy nhiên, việc bổ sung công ty chứng khoán là cấp giám sát thứ nhất hướng tới tăng cường bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp, nhất là quyền và lợi ích liên quan đến tài sản của tất

cả các cá nhân tham gia TTCK (đảm bảo được quyền sở hữu về thu nhập hợp pháp, phần vốn góp trong doanh nghiệp.... của nhà đầu tư). Đồng thời, việc đưa công ty chứng khoán trở thành cấp giám sát thứ nhất sẽ tăng cường tính nghiêm minh của pháp luật, nâng cao hiệu quả công tác quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK, đặc biệt là phát hiện, ngăn ngừa kịp thời các dấu hiệu, hành vi vi phạm các quy định về giám sát giao dịch chứng khoán, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các tổ chức, cá nhân tham gia TTCK.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: Đảm bảo tính thống nhất, đồng bộ giữa Luật chứng khoán và Luật doanh nghiệp;

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: cơ bản phù hợp với Cam kết WTO, BTA Việt Nam - Hoa Kỳ, Hiệp định khung ASEAN, TTP (chưa có hiệu lực).

3.5. Kiến nghị giải pháp lựa chọn

Qua đánh giá tác động của từng giải pháp cho thấy, mỗi giải pháp đều có ưu điểm, nhược điểm, có mặt tích cực, tiêu cực nhưng giải pháp đem lại nhiều tác động tích cực và tác động tiêu cực có thể chấp nhận được là giải pháp 3B.

4. Chính sách 4: Về Trung tâm Lưu ký chứng khoán

4.1. Xác định vấn đề bất cập

Về cơ cấu tổ chức, bộ máy hoạt động, hiện Trung tâm Lưu ký chứng khoán (VSD) đang hoạt động theo mô hình công ty TNHH MTV trong khi bộ máy hoạt động của VSD theo Luật chứng khoán lại được quy định theo mô hình công ty cổ phần. Điều này đã dẫn đến khó khăn trong việc quy định về tổ chức bộ máy, thẩm quyền, nhiệm vụ của Hội đồng quản trị, Ban Điều hành, Ban Kiểm soát. Hiện nay, VSD chỉ được phép thành lập các Chi nhánh trong khi Nghị định 42/2015/NĐ-CP về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh quy định VSD có chức năng tổ chức hoạt động bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh theo mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP). Để thực hiện được chức năng này, VSD cần có đơn vị trực thuộc tách hoạt động bù trừ thanh toán với hoạt động lưu ký nhằm đảm bảo an toàn cho thị trường. Đây cũng là thông lệ phổ biến ở các nước trên thế giới.

Về chức năng, quyền hạn và nghĩa vụ: một trong những chức năng nhiệm vụ chính của VSD là hỗ trợ cơ quan quản lý Nhà nước trong việc quản lý, giám sát và hỗ trợ sau giao dịch. Mặc dù là doanh nghiệp nhưng VSD hoạt động không phải chỉ vì mục tiêu lợi nhuận. Tuy nhiên, cơ chế, chính sách, pháp luật áp dụng với VSD giống như các doanh nghiệp thông thường (trừ một số ít quy định đặc thù) đã gây không ít khó khăn cho VSD trong việc triển khai các nhiệm vụ hỗ trợ quản lý, giám sát đối với TTCK. Ngoài ra, VSD hiện đang là tổ chức duy nhất thực hiện chức năng tổ chức và giám sát hoạt động đăng ký, lưu ký và bù trừ, thanh toán chứng khoán tại Việt Nam. Tuy nhiên, Luật chứng khoán chưa có quy định khẳng định VSD là tổ chức duy nhất thực hiện chức năng này trên TTCK nên dễ gây hiểu lầm là những tổ chức khác cũng được cung cấp dịch vụ này. Đây cũng là vấn đề bất cập cho Việt Nam khi tham gia đàm phán quốc tế về mở cửa TTCK.

Một số nội dung cũng chưa được quy định trong Luật chứng khoán như: quyền và nghĩa vụ của VSD liên quan đến chức năng bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh, chức năng quản trị rủi ro cho toàn bộ hệ thống thanh toán chứng khoán quốc gia, cung cấp các dịch vụ sau giao dịch và hỗ trợ giao dịch cho các giao dịch chứng khoán xuyên biên giới, về thành viên bù trừ trên TTCK phái sinh, các quy định liên quan đến quyền, nghĩa vụ, biện pháp xử lý thành viên của VSD, hoạt động bù trừ, thanh toán chứng khoán phái sinh, cơ chế hỗ trợ bảo đảm thanh toán...

Các quy định về đăng ký chứng khoán cũng cần được hoàn thiện trong Luật Chứng khoán như việc đăng ký trái phiếu tại VSD do công ty đại chúng phát hành hoặc đăng ký chứng khoán trong trường hợp công ty đại chúng muốn phát hành chứng khoán ra nước ngoài, cách thức quản lý chứng khoán đăng ký, về thực hiện quyền cho người sở hữu chứng khoán đăng ký tại VSD, quy định về hiệu lực chuyển quyền sở hữu...

Các quy định liên quan đến hoạt động lưu ký cũng cần hoàn thiện để phù hợp thực tế (như việc quản lý tài khoản lưu ký, quản lý thông tin sở hữu chứng khoán của nhà đầu tư, về hình thức lưu ký).

Bên cạnh đó, Luật chứng khoán chưa có quy định bắt buộc phải đăng ký giao dịch bảo đảm đối với giao dịch thế chấp, cầm cố chứng khoán nên dẫn đến rủi ro trong trường hợp chủ sở hữu chứng khoán sử dụng chứng khoán cầm cố, thế chấp với nhiều bên.

- Hậu quả nếu vấn đề không được giải quyết

Nếu vấn đề bất cập không được giải quyết sẽ ảnh hưởng đến mục tiêu của Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020.

Về tổ chức và hoạt động của VSD, hoạt động của VSD chưa thực sự phù hợp với Luật Doanh nghiệp và thông lệ quốc tế. Đồng thời, với vai trò hỗ trợ cơ quan quản lý Nhà nước trong việc quản lý, giám sát và hỗ trợ hoạt động sau giao dịch, việc không quy định chính sách đặc thù trong hoạt động nghiệp vụ và cơ cấu tổ chức cho VSD sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý Nhà nước về lĩnh vực chứng khoán. Việc không khẳng định VSD là tổ chức duy nhất được thực hiện các hoạt động đăng ký, lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ sẽ làm cho các hoạt động này không được đảm bảo an toàn, thiếu sự tập trung quản lý; không phòng ngừa được trường hợp các tổ chức cá nhân lợi dụng tự tổ chức hoạt động này gây thiệt hại cho nhà đầu tư, ảnh hưởng chung đến TTCK.

Ngoài ra, khả năng phù hợp và kết nối của VSD đối với thế giới và các nước trong khu vực sẽ khó có thể thực hiện được. Những hạn chế trong đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán không được khắc phục sẽ ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và công tác giám sát của cơ quan nhà nước đồng thời không đáp ứng được đòi hỏi ngày càng phát triển của TTCK khi mà nhiều sản phẩm mới ra đời (như chứng khoán phái sinh)....

Bên cạnh đó, một số quy định gây khó khăn cho quá trình triển khai thực hiện, việc quy định chưa đồng bộ với Luật doanh nghiệp, Luật kinh doanh bảo hiểm..., quy định không đầy đủ dẫn đến việc các đối tượng gặp khó khăn trong việc thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin, làm ảnh hưởng đến tính công khai, minh bạch của TTCK, ảnh hưởng đến thứ hạng của TTCK Việt Nam đối với TTCK các nước trong khu vực.

- Nguyên nhân gây ra vấn đề.

+ Nguyên nhân chủ quan: Chứng khoán và TTCK là lĩnh vực vẫn đang trong quá trình phát triển, hoàn thiện tại Việt Nam, vì vậy, cơ quan quản lý vừa học tập kinh nghiệm quốc tế, vừa tổng kết hoạt động của thị trường để hoàn thiện cơ chế nên không tránh những thiếu sót nhất định.

+ Nguyên nhân khách quan: TTCK ngày càng phát triển và nảy sinh nhiều yếu tố, yêu cầu mới và đòi hỏi cần hoàn thiện cơ chế chính sách.

4.2. Mục tiêu giải quyết vấn đề

- Mục tiêu tổng quát:

+ Tăng quy mô và chất lượng hoạt động cung cấp dịch vụ liên quan đến quản lý chứng khoán của nhà đầu tư;

+ Hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, đa dạng hóa và nâng cao chất lượng dịch vụ đăng ký, lưu ký và thanh toán chứng khoán;

+ Bảo đảm tính công khai, minh bạch, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và lòng tin của thị trường;

+ Chủ động hội nhập, từng bước tiếp cận với các chuẩn mực chung và thông lệ quốc tế, từng bước kết nối với các tổ chức lưu ký chứng khoán trong khu vực Asean.

- Mục tiêu cụ thể:

+ Hoàn thiện tên gọi, mô hình tổ chức hoạt động của VSD để thể hiện đúng các chức năng, nhiệm vụ chính, trọng tâm của VSD là chức năng lưu ký chứng khoán và chức năng bù trừ, thanh toán chứng khoán cho TTCK Việt Nam. (Theo đó, tên gọi mới của VSD là Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ Chứng khoán Việt Nam, tổ chức dưới hình thức công ty TNHH hoặc công ty cổ phần).

+ Đa dạng hóa sản phẩm nghiệp vụ của VSD;

+ Mở rộng mạng lưới cung cấp dịch vụ lưu ký chứng khoán, hỗ trợ hoạt động đầu tư của nhà đầu tư chứng khoán (theo đó, ngoài chứng khoán của công ty đại chúng đăng ký, lưu ký tại VSD, thì VSD sẽ cung cấp dịch vụ đăng ký, lưu ký cho một số loại chứng khoán theo yêu cầu);

+ Tổ chức thực hiện thanh toán bù trừ song phương, đa phương cho các chứng khoán cơ sở và chứng khoán phái sinh theo hướng rút ngắn quy trình, thời gian thanh toán chứng khoán;

+ Triển khai mô hình thanh toán, bù trừ đối tác trung tâm (CCP).

4.3. Các giải pháp đề xuất để giải quyết vấn đề

4.3.1. Giải pháp 4A: Giữ nguyên hiện trạng

4.3.2. Giải pháp 4B: Sửa đổi các quy định hiện hành về mô hình tổ chức và hoạt động nghiệp vụ của VSD

Theo đó, hoàn thiện cơ cấu tổ chức quản lý, chức năng nhiệm vụ của VSD như sau: Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam được đổi tên thành Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ Chứng khoán Việt Nam (viết tắt là VSDC), hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần hoặc công ty TNHH, do Thủ tướng Chính phủ quyết định thành lập và Bộ Tài chính là đại diện chủ sở hữu của Nhà nước. VSDC là tổ chức duy nhất thực hiện chức năng nhiệm vụ tổ chức và giám sát hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ, thanh toán chứng khoán và thực hiện cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP). VSDC hoạt động theo quy định của Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp và các quy định của pháp luật khác có liên quan. Với vai trò hỗ trợ cơ quan quản lý Nhà nước trong việc quản lý, giám sát và hỗ trợ hoạt động sau giao dịch, vì vậy cần quy định VSDC là doanh nghiệp đặc thù, không hoàn toàn vì mục tiêu lợi nhuận, bộ máy quản lý, điều hành của VSDC được tổ chức phù hợp theo Luật doanh nghiệp và các văn bản pháp luật có liên quan, do Bộ trưởng Bộ Tài chính phê chuẩn sau khi có ý kiến của Chủ tịch UBCKNN.

Sửa đổi, bổ sung quy định thành viên của VSDC theo hướng thành viên của VSDC bao gồm thành viên lưu ký và thành viên bù trừ; chỉnh sửa quy định về chứng khoán đăng ký tại VSDC trong đó làm rõ các loại chứng khoán buộc phải đăng ký tại VSDC và cách thức VSDC thực hiện đăng ký để làm cơ sở pháp lý cho VSDC, tổ chức phát hành, nhà đầu tư thực hiện; bổ sung quy định về thực hiện quyền cho người sở hữu chứng khoán đăng ký tại VSDC; sửa đổi, bổ sung quy định về chuyển quyền sở hữu, trong đó quy định rõ việc chuyển quyền sở hữu của tất cả các loại chứng khoán đã đăng ký tại VSDC chỉ có hiệu lực khi được VSDC ghi nhận và quy định rõ ngày hiệu lực chuyển quyền sở hữu đối với từng loại chứng khoán để tháo gỡ vướng mắc về pháp lý và nâng cao hiệu lực pháp lý khi thực hiện; bổ sung quy định liên quan đến hoạt động lưu ký bao gồm: (i) quy định cho phép VSDC mở tài khoản lưu ký chứng khoán để quản lý chứng khoán lưu ký riêng biệt cho từng thành viên lưu ký; (ii) quy định cho phép VSDC thực hiện quản lý thông tin sở hữu chứng khoán của nhà đầu tư dựa trên cung cấp do thành viên lưu ký, tổ chức phát hành cung cấp; (iii) quy định về các giao dịch thế chấp, cầm cố chứng khoán phải đăng ký giao dịch đảm bảo và VSDC là cơ quan thực hiện đăng ký giao dịch đảm bảo đối với các tài sản chứng khoán; bổ sung, sửa đổi các quy định liên quan đến hoạt động bù trừ thanh toán chứng khoán nhằm tạo cơ sở pháp lý trong áp dụng vào thực tế, bao gồm: (i) nguyên tắc tổ chức và vận hành hệ thống bù trừ và thanh toán chứng khoán; (ii) các quy định về bù trừ thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh; (iii) vận hành các cơ chế quản trị rủi ro và cung cấp dịch vụ sau giao dịch và hỗ trợ giao dịch cho các giao dịch xuyên

biên giới; (iv) quy định về cơ chế hỗ trợ thanh toán cho các giao dịch trên TTCK cơ sở và TTCK phái sinh.

4.4. Đánh giá tác động của các giải pháp đối với đối tượng chịu tác động trực tiếp của chính sách và đối tượng khác có liên quan

4.4.1. Giải pháp 4A: Giữ nguyên hiện trạng

a) Tác động về kinh tế

- *Chi phí:*

- + Đối với Nhà nước: không phát sinh chi phí.
- + Đối với người dân: không phát sinh chi phí.
- + Đối với doanh nghiệp: không phát sinh chi phí.

- *Lợi ích:* không phát sinh lợi ích cho Nhà nước, doanh nghiệp và người dân.

b) Tác động về xã hội

- *Tích cực:* hầu như không có.

- *Tiêu cực:*

+ Ảnh hưởng đến lợi ích kinh tế của người dân và cộng đồng do hoạt động đăng ký, lưu ký chứng khoán chưa được tuân thủ đầy đủ, giao dịch chuyển nhượng của nhà đầu tư có thể vô hiệu do chưa đúng quy định pháp luật và xảy ra tranh chấp;

+ Tác động đến hoạt động đầu tư của người dân bởi hoạt động đăng ký, lưu ký chứng khoán chưa được tuân thủ đầy đủ, giao dịch chuyển nhượng của nhà đầu tư có thể vô hiệu do chưa tuân thủ đúng quy định pháp luật và xảy ra tranh chấp.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: chính sách không làm phát sinh thủ tục hành chính mới.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: không ảnh hưởng tới các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: chưa tạo được sự đồng bộ, thống nhất của hệ thống văn bản pháp luật do nội dung chính sách có liên quan còn chưa phù hợp với các văn bản pháp luật hiện hành như Luật doanh nghiệp 2014, Bộ luật Dân sự 2015, Luật Đầu tư 2014, Luật quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp 2014...

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: cơ bản phù hợp với Cam kết WTO, BTA Việt Nam - Hoa Kỳ, Hiệp định khung ASEAN, TTP (chưa có hiệu

lực). Tuy nhiên, mô hình tổ chức, chức năng nhiệm vụ, quyền hạn của VSD chưa phù hợp với thông lệ, tiêu chuẩn của khu vực ASEAN và trên thế giới.

4.4.2. Giải pháp 4B: *Sửa đổi các quy định hiện hành về tổ chức và hoạt động nghiệp vụ của VSD*

a) Tác động về kinh tế

- *Chi phí:*

+ Đối với Nhà nước: phát sinh chi phí cho việc hoàn thiện các quy định về bộ máy hoạt động, cơ cấu tổ chức của VSD hiện hành. Tuy nhiên, chi phí này không lớn.

+ Doanh nghiệp: không phát sinh chi phí.

+ Người dân: không phát sinh chi phí.

- *Lợi ích:*

+ Nhà nước: Thu được lợi ích kinh tế cho NSNN từ hoạt động giao dịch xuyên biên giới.

+ Doanh nghiệp: Thu được lợi ích kinh tế do thu hút đầu tư nước ngoài.

+ Người dân: Thu được lợi ích kinh tế do hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ, thanh toán chứng khoán và các hoạt động sau giao dịch, hoạt động hỗ trợ giao dịch được thực hiện đúng chức năng đảm bảo thị trường vận hành an toàn, hiệu quả.

b) Tác động về xã hội

- *Tích cực:*

+ Tăng điều kiện được sở hữu tài sản bởi các cơ chế đăng ký, lưu ký, chuyển quyền sở hữu hợp pháp được đảm bảo.

+ Tăng thu hút đầu tư nước ngoài.

- *Tiêu cực:* hầu như không có.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: chính sách không làm phát sinh thủ tục hành chính mới.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: không ảnh hưởng tới các quyền và nghĩa vụ cơ bản của công dân.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: thống nhất, đồng bộ giữa Luật chứng khoán và Luật doanh nghiệp, Bộ luật dân sự. Đối với Luật chứng khoán, tạo cơ sở pháp lý để xác lập mô hình hoạt động của VSD phù hợp trong từng giai

đoạn nhằm thực hiện các hoạt động nghiệp vụ theo đúng chức năng, quyền và nghĩa vụ, đáp ứng nhu cầu thực tiễn của thị trường, phù hợp với thông lệ quốc tế.

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: cơ bản phù hợp với Cam kết WTO, BTA Việt Nam - Hoa Kỳ, Hiệp định khung ASEAN, TTP (chưa có hiệu lực); phù hợp với hoạt động của các tổ chức quốc tế mà VSD là thành viên như: Hiệp hội các Tổ chức lưu ký chứng khoán tập trung Châu Á- Thái Bình Dương (Asian Pacific CSD Group, ACG), Hiệp hội các cơ quan cấp mã quốc gia (ANNA)...

4.5. Kiến nghị giải pháp lựa chọn

Qua đánh giá tác động của từng giải pháp cho thấy, mỗi giải pháp đều có ưu điểm, nhược điểm, có mặt tích cực, tiêu cực nhưng giải pháp đem lại nhiều tác động tích cực và tác động tiêu cực có thể chấp nhận được là giải pháp 4B.

5. Chính sách 5: Mở cửa thị trường, thu hút đầu tư nước ngoài thông qua tỷ lệ sở hữu nước ngoài của các công ty đại chúng trên TTCK

5.1. Xác định vấn đề bất cập

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (SHNN) của các công ty đại chúng (CTĐC) hoạt động trên TTCK được quy định tại Nghị định 60/2016/NĐ-CP (có hiệu lực từ ngày 01/9/2015) thay thế quy định tại Quyết định số 55/2009/QĐ-TTg ngày 15/4/2009 về tỷ lệ SHNN trên TTCK Việt Nam. Theo đó, nhà đầu tư nước ngoài được đầu tư không hạn chế vào các công ty đại chúng mà ngành nghề không thuộc: ngành, nghề có quy định về tỷ lệ SHNN thuộc điều ước quốc tế mà Việt Nam là thành viên; ngành, nghề đầu tư kinh doanh mà pháp luật chuyên ngành quy định cụ thể tỷ lệ SHNN; ngành nghề kinh doanh có điều kiện áp dụng đối với nhà đầu tư nước ngoài (trừ trường hợp điều lệ doanh nghiệp có quy định khác).

Về cơ bản, quy định về tỷ lệ SHNN tại Nghị định đã phù hợp với cam kết WTO và các cam kết tại các hiệp định thương mại và đầu tư quốc tế khác mà Việt Nam tham gia; phù hợp với thông lệ quốc tế về việc quy định tỷ lệ SHNN phụ thuộc vào ngành, nghề lĩnh vực mà công ty đăng ký kinh doanh. Ngoài ra, quy định mới đã tháo gỡ một phần về dòng vốn đầu tư ngoại cho các CTĐC (nhất là các công ty luôn kín room nước ngoài ở mức 49%) khi được phép tăng tỷ lệ SHNN vượt mức 49% hoặc đạt mức 100% theo quy định. Đặc biệt, đối với một số công ty có quy mô vốn lớn, được coi là các doanh nghiệp dẫn đầu và chỉ báo cho thị trường, việc tăng tỷ lệ SHNN lên mức 100% sẽ có tác động tích cực không chỉ đến hoạt động của doanh nghiệp mà còn tạo niềm tin cho các NĐTNN về cam kết mở cửa, hội nhập nền kinh tế của Việt Nam.

Tuy nhiên, từ khi Nghị định 60 và các văn bản hướng dẫn liên quan khác có hiệu lực đến nay, trong thực tiễn triển khai thi hành, cơ quan quản lý nhận thấy có hạn chế, bất cập và vướng mắc như sau:

- Hiện nay, đa số các công ty đại chúng đều đăng ký rất nhiều ngành nghề kinh doanh, trong đó có những ngành nghề kinh doanh có điều kiện theo quy định

của Luật Đầu tư năm 2014. Tuy nhiên, đối với nhiều ngành nghề kinh doanh có điều kiện, pháp luật chuyên ngành chưa quy định hoặc không quy định tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài mà chỉ giới hạn phạm vi hoạt động của NĐTNN. Việc pháp luật chuyên ngành về chứng khoán phải xác định tỷ lệ SHNN đối với công ty đại chúng hoạt động trong ngành, nghề kinh doanh có điều kiện nêu trên là khó chính xác, không thực sự phù hợp, thống nhất với pháp luật chuyên ngành;

- Khi trở thành tổ chức có trên 51% vốn nước ngoài, theo Luật Đầu tư năm 2014 và các quy định pháp luật khác có liên quan, doanh nghiệp sẽ bị áp dụng một số hạn chế như sau:

+ Phải đáp ứng điều kiện và thực hiện thủ tục đầu tư theo quy định đối với nhà đầu tư nước ngoài khi đầu tư thành lập tổ chức kinh tế; đầu tư góp vốn, mua cổ phần, phần vốn góp của tổ chức kinh tế; đầu tư theo hợp đồng BCC.

+ Chịu các ràng buộc nhất định trong hoạt động kinh doanh theo hướng chặt chẽ hơn so với các doanh nghiệp trong nước; không được phép thực hiện một số ngành, nghề kinh doanh đối với nhà đầu tư nước ngoài theo quy định của các điều ước quốc tế và pháp luật Việt Nam.

Do vậy, trên thực tế nhiều doanh nghiệp “chưa mặn mà” với chính sách tăng tỷ lệ SHNN, có trường hợp một số doanh nghiệp không bị giới hạn tỷ lệ SHNN nhưng tự ấn định một tỷ lệ SHNN thấp hơn pháp luật quy định.

- Ngoài ra, việc xác định tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong trường hợp các điều ước quốc tế có quy định khác nhau về tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với cùng một ngành, nghề còn lúng túng do chưa có hướng dẫn cụ thể.

- *Hậu quả nếu vấn đề không được giải quyết:* Nếu vấn đề bất cập không được giải quyết thì mục tiêu và giải pháp xây dựng cơ chế thu hút nhà đầu tư nước ngoài, khuyến khích đầu tư dài hạn tại Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020 không đạt được. Các doanh nghiệp trong nước sẽ giảm đi cơ hội thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài có tiềm lực về tài chính, khả năng về quản trị công ty tốt, có hệ thống máy móc, thiết bị khoa học công nghệ cao. Việc hoàn thiện các quy định về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài bảo đảm phù hợp với các cam kết quốc tế và các hiệp định thương mại, đầu tư mà Việt Nam đã ký kết.

- *Nguyên nhân gây ra vấn đề:* Chứng khoán và TTCK là lĩnh vực vẫn đang trong quá trình phát triển, hoàn thiện tại Việt Nam, vì vậy, cơ quan quản lý vừa học tập kinh nghiệm quốc tế, vừa tổng kết hoạt động của thị trường để hoàn thiện cơ chế nên không tránh những thiếu sót nhất định.

5.2. Mục tiêu giải quyết vấn đề

- *Mục tiêu tổng quát:*

+ Phát triển TTCK ổn định, vững chắc; đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả và trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng của nền kinh tế.

+ Mở rộng thu hút đầu tư nước ngoài trên TTCK, đảm bảo thực hiện cam kết của Việt nam về mở cửa và hội nhập nền kinh tế;

+ Đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư, phát triển hệ thống nhà đầu tư có tổ chức, khuyến khích đầu tư nước ngoài dài hạn.

- *Mục tiêu cụ thể:*

+ Hoàn thiện quy định về tỷ lệ SHNN trên TTCK Việt Nam;

+ Tháo gỡ vướng mắc giữa pháp luật chứng khoán và pháp luật đầu tư liên quan đến hoạt động đầu tư có yếu tố nước ngoài;

+ Quy định về vấn đề đầu tư đối với tổ chức kinh tế có tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài từ 51% trở lên.

5.3. Các giải pháp đề xuất để giải quyết vấn đề

5.3.1. Giải pháp 5A: Giữ nguyên hiện trạng

5.3.2. Giải pháp 5B: Sửa đổi các quy định hiện hành

Theo đó: đối với quy định SHNN tại CTĐC: sửa đổi quy định hiện hành theo hướng: Đối với những ngành, nghề không quy định tại Biểu cam kết WTO mà nằm trong danh mục kinh doanh có điều kiện đối với NĐTNN không quy định về SHNN thì tỷ lệ SHNN được xem xét áp dụng trong trường hợp này là 100% thay vì mức 49% như hiện tại sau khi có ý kiến của cơ quan quản lý chuyên ngành về việc không hạn chế sở hữu nước ngoài đối với lĩnh vực ngành, nghề đó.

Đối với định nghĩa tỷ lệ SHNN tại CTĐC: bổ sung định nghĩa theo hướng tỷ lệ SHNN là tổng tỷ lệ sở hữu cổ phần, phần vốn góp có quyền biểu quyết của tất cả NĐTNN và tổ chức kinh tế có NĐTNN nắm giữ từ 51% vốn điều lệ trở lên tính trên tổng số vốn điều lệ của một công ty đại chúng...

5.4. Đánh giá tác động của các giải pháp đối với đối tượng chịu tác động trực tiếp của chính sách và đối tượng khác có liên quan

5.4.1. Giải pháp 5A: Giữ nguyên hiện trạng

a) Tác động về kinh tế

- *Chi phí:*

+ Đối với Nhà nước: không gia tăng NSNN do chưa thu hút được nhiều đầu tư nước ngoài.

+ Đối với người dân: không phát sinh chi phí.

+ Đối với doanh nghiệp: ảnh hưởng lợi ích kinh tế do không thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài có tiềm lực về tài chính, khả năng về quản trị công ty tốt, có hệ thống máy móc, thiết bị khoa học công nghệ cao.

- *Lợi ích:* không phát sinh lợi ích cho Nhà nước, doanh nghiệp và người dân.

b) Tác động về xã hội

- *Tích cực*: hầu như không có.

- *Tiêu cực*: Ảnh hưởng đến người dân do môi trường đầu tư còn hạn chế, doanh nghiệp chưa thu hút được vốn, kinh nghiệm, kỹ thuật của nhà đầu tư nước ngoài để phát triển doanh nghiệp, làm ảnh hưởng đến cơ hội việc làm và tiền lương của người dân.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: chính sách không làm phát sinh thủ tục hành chính mới.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: chính sách không ảnh hưởng tới quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: nội dung chính sách có liên quan trực tiếp tới các văn bản pháp luật như Luật doanh nghiệp, Luật chứng khoán, Luật đầu tư về cách tính tỷ lệ vốn có quyền biểu quyết, về trường hợp doanh nghiệp do nhà ĐTNN sở hữu 51% vốn điều lệ...

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: phù hợp với Cam kết WTO, BTA Việt Nam - Hoa Kỳ, Hiệp định khung ASEAN, TTP (chưa có hiệu lực).

5.4.2. Giải pháp 5B: Sửa đổi các quy định hiện hành

a) Tác động về kinh tế

- *Chi phí*:

+ Đối với Nhà nước: không phát sinh chi phí.

+ Doanh nghiệp: không phát sinh chi phí.

+ Người dân: không phát sinh chi phí.

- *Lợi ích*:

+ Nhà nước: thu được lợi ích kinh tế do thu hút đầu tư nước ngoài.

+ Doanh nghiệp: thu được lợi ích kinh tế do thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài có tiềm lực về tài chính, khả năng về quản trị công ty tốt, có hệ thống máy móc, thiết bị khoa học công nghệ cao.

+ Người dân: Việc TTCK Việt Nam tạo được sức hấp dẫn với NĐTNN sẽ giúp các doanh nghiệp dễ dàng hơn khi huy động vốn, mở rộng sản xuất kinh doanh, tăng chất lượng sản phẩm và dịch vụ cũng như số lượng việc làm, vì thế gián tiếp nâng cao chất lượng cuộc sống của người dân.

b) Tác động về xã hội

- *Tích cực*:

+ Tăng điều kiện được sở hữu tài sản của người dân trong xã hội bởi được làm việc trong những doanh nghiệp phát triển mạnh.

+ Tăng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong nước do phải tự đầu tư, nâng cao năng lực trong điều kiện cạnh tranh cao với các đối tác nước ngoài;

+ Tăng thu hút đầu tư nước ngoài.

- *Tiêu cực*: hoạt động của các doanh nghiệp nhỏ trong nước bị ảnh hưởng do cạnh tranh của những doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, tùy theo chính sách của quốc gia mà có những lĩnh vực mà có những quy định cụ thể để kiểm soát hoạt động đầu tư (cấm đầu tư, đầu tư theo tỷ lệ, đầu tư có điều kiện, việc sử dụng lao động trong nước...).

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: chính sách không làm phát sinh thủ tục hành chính mới.

d) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: chính sách không ảnh hưởng tới quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: thống nhất, đồng bộ giữa Luật chứng khoán và Luật doanh nghiệp, Luật đầu tư;

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: phù hợp với Cam kết WTO, BTA Việt Nam - Hoa Kỳ, Hiệp định khung ASEAN, TTP (chưa có hiệu lực).

5.5. Kiến nghị giải pháp lựa chọn

Qua đánh giá tác động của từng giải pháp cho thấy, mỗi giải pháp đều có ưu điểm, nhược điểm, có mặt tích cực, tiêu cực nhưng giải pháp đem lại nhiều tác động tích cực và tác động tiêu cực có thể chấp nhận được là giải pháp 5B. Nội dung chính sách sẽ được quy định cụ thể tại văn bản Luật do Quốc hội ban hành.

6. Chính sách 6: Về công bố thông tin trên TTCK

6.1. Xác định vấn đề bất cập

Hiện nay, các quy định tại Luật Chứng khoán điều chỉnh vấn đề công bố thông tin (CBTT) chưa đáp ứng được yêu cầu minh bạch thông tin của thị trường (nhiều sự kiện cần CBTT chỉ được quy định tại Thông tư 155/2015/TT-BTC mà chưa được luật hóa). Quy định về nghĩa vụ CBTT của các đối tượng tham gia TTCK có một số hạn chế sau:

Một số quy định về CBTT của công ty đại chúng chưa rõ ràng khiến cho doanh nghiệp khó xác định được thời điểm CBTT, dẫn đến tình trạng doanh nghiệp thực hiện công bố theo cách đối phó, thông tin không minh bạch và chậm công bố thông tin, đặc biệt là thông tin bất thường, thông tin liên quan đến Báo

cáo tài chính, Báo cáo quản trị công ty... Đối với cổ đông lớn, người nội bộ, người có liên quan của người nội bộ: Luật Chứng khoán chưa điều chỉnh việc CBTT về giao dịch chứng khoán đối với nhà đầu tư sở hữu trên 5% chứng chỉ quỹ đóng (tương tự như cổ đông lớn của công ty đại chúng) trong khi bản thân các chứng chỉ quỹ này cũng được giao dịch với tính chất tương tự với cổ phiếu; đồng thời cũng chưa quy định nghĩa vụ CBTT của một số đối tượng có lợi thế về thông tin và dễ dàng trục lợi như người nội bộ của công ty đại chúng/quỹ đại chúng và người có liên quan của họ...

Luật Chứng khoán chưa bao quát các nghĩa vụ CBTT của các loại hình quỹ đầu tư chứng khoán mới hoặc chưa điều chỉnh nghĩa vụ CBTT liên quan đến các giao dịch đặc thù như giao dịch hoán đổi chứng chỉ quỹ ETF. Bên cạnh đó, một số quy định tại Luật Chứng khoán chưa phù hợp với các quy định pháp luật có liên quan như Bộ Luật Dân sự, quy định về chế độ kế toán, kiểm toán... Đặc biệt là các nội dung tại Luật Chứng khoán chưa tương thích với Luật Doanh nghiệp năm 2014 như giá trị các khoản vay phải công bố; quy định về họp Đại hội đồng cổ đông, người đại diện theo pháp luật, sở hữu chéo...

Về thời hạn công bố thông tin: Đối với những thông tin bất thường có thể ảnh hưởng đến giá chứng khoán), đa số TTCK các nước đều yêu cầu công ty phải công bố “ngay tức thì” (CBTT trong vòng 24 giờ). Tuy nhiên, Luật Chứng khoán quy định thời hạn CBTT trong vòng 72 giờ. Do vậy, không đảm bảo tính kịp thời của thông tin, không phù hợp với thực tế, chưa đáp ứng được yêu cầu của nhà đầu tư.

- Hậu quả nếu vấn đề không được giải quyết

Nếu vấn đề bất cập không được giải quyết sẽ ảnh hưởng đến mục tiêu của Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020 không đạt được.

Bên cạnh đó, một số quy định gây khó khăn cho quá trình triển khai thực hiện, việc quy định chưa đồng bộ với Luật doanh nghiệp, Luật kinh doanh bảo hiểm..., quy định không đầy đủ dẫn đến việc các đối tượng gặp khó khăn trong việc thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin, làm ảnh hưởng đến tính công khai, minh bạch của TTCK, ảnh hưởng đến thứ hạng của TTCK Việt Nam đối với TTCK các nước trong khu vực.

- Nguyên nhân gây ra vấn đề.

+ Nguyên nhân chủ quan:

- Chứng khoán và TTCK là lĩnh vực vẫn đang trong quá trình phát triển, hoàn thiện tại Việt Nam, vì vậy, cơ quan quản lý vừa học tập kinh nghiệm quốc tế, vừa tổng kết hoạt động của thị trường để hoàn thiện cơ chế nên không tránh những thiếu sót nhất định.

- Ý thức tuân thủ pháp luật của một số chủ thể chưa cao, lợi dụng việc chưa hoàn thiện của quy định pháp luật để trốn tránh nghĩa vụ hoặc trục lợi.

+ Nguyên nhân khách quan: TTCK ngày càng phát triển và nảy sinh nhiều yếu tố, yêu cầu mới và đòi hỏi cần hoàn thiện cơ chế chính sách.

6.2. Mục tiêu giải quyết vấn đề

- *Mục tiêu tổng quát:* phát triển TTCK ổn định, vững chắc; bảo đảm tính công khai, minh bạch, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và lòng tin của thị trường.

- *Mục tiêu cụ thể:*

+ Hoàn thiện khung pháp lý về CBTT trên TTCK;
+ Xây dựng cơ chế CBTT của công ty đại chúng dựa trên quy mô vốn và tính đại chúng;

+ Quy định rõ phương thức CBTT, tăng cường hình thức CBTT điện tử để giảm thủ tục cho doanh nghiệp, nhà đầu tư; đồng thời tăng khả năng tiếp cận thông tin cho các thành viên thị trường;

+ Làm rõ trách nhiệm CBTT của các đối tượng có lợi thế về thông tin để hạn chế tình trạng trục lợi.

- *Mục tiêu dài hạn:* Hiện đại hóa cơ sở hạ tầng CBTT, từng bước kết nối với các Sở GDCK trong khu vực Asean; áp dụng các chuẩn mực và thông lệ quốc tế về CBTT;

- *Mục tiêu ngắn hạn:* Nâng cao trách nhiệm CBTT của các công ty đại chúng, các tổ chức kinh doanh chứng khoán, quỹ đầu tư/công ty đầu tư chứng khoán, tổ chức niêm yết/phát hành trái phiếu ra công chúng, Sở GDCK, Trung tâm LKCK... phù hợp với yêu cầu của thị trường.

6.3. Các giải pháp đề xuất để giải quyết vấn đề

6.3.1. Giải pháp 6A: Giữ nguyên hiện trạng

6.3.2. Giải pháp 6B: Sửa đổi các quy định hiện hành về CBTT trên TTCK.
Cụ thể:

- Quy định cơ chế CBTT của công ty đại chúng dựa trên quy mô vốn và tính đại chúng;

- Quy định rõ phương thức CBTT, đối tượng, nội dung CBTT;

- Làm rõ trách nhiệm CBTT của các cổ đông lớn/nhà đầu tư sở hữu trên 5% chứng chỉ quỹ đóng, nhóm người có liên quan và các chức danh nội bộ, người có liên quan của người nội bộ của công ty đại chúng/quỹ đại chúng..

6.4. Đánh giá tác động của các giải pháp đối với đối tượng chịu tác động trực tiếp của chính sách và đối tượng khác có liên quan

6.4.1. Giải pháp 6A: Giữ nguyên hiện trạng

a) Tác động về kinh tế

- *Chi phí:*

+ Đối với Nhà nước: không phát sinh chi phí.

+ Đối với người dân: ảnh hưởng lợi ích kinh tế do bị thiệt hại từ hành vi trục lợi của một số đối tượng biết thông tin nội bộ và thực hiện hành vi giao dịch nội gián hoặc từ những thông tin không chính xác.

+ Đối với doanh nghiệp: ảnh hưởng lợi ích về kinh tế, phát sinh các chi phí không cần thiết do các quy định pháp luật chưa phù hợp, chưa rõ ràng.

- *Lợi ích*: không phát sinh lợi ích cho Nhà nước, doanh nghiệp và người dân.

b) Tác động về xã hội

- *Tích cực*: quy định hiện hành về CBTT đã góp phần tăng cường tính công khai, minh bạch của TTCK. Tuy nhiên, do quy định chưa đầy đủ nên tác động tích cực chưa nhiều đối với TTCK cũng như nền kinh tế, xã hội.

- *Tiêu cực*:

+ Ảnh hưởng đến các nhà đầu tư và cộng đồng, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ do thông tin chưa thực sự được công khai, minh bạch, còn có những hành vi giao dịch nội bộ;

+ Giảm niềm tin của xã hội vào chính sách, pháp luật, môi trường đầu tư.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: chính sách không làm phát sinh thủ tục hành chính.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: chính sách có liên quan đến quyền tự do ngôn luận, bảo vệ bí mật của công dân. Tuy nhiên, việc yêu cầu CBTT là nguyên tắc và yêu cầu cơ bản đối với hoạt động của TTCK, do vậy, chính sách CBTT mang tính tích cực nhằm đảm bảo TTCK Việt Nam hoạt động an toàn, ổn định, công khai, minh bạch, bảo vệ quyền lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ.

- Tác động tới các quy định của pháp luật: nội dung chính sách có liên quan trực tiếp tới các văn bản pháp luật như Luật doanh nghiệp, Luật chứng khoán, Luật kinh doanh bảo hiểm, Luật kế toán.... Về cơ bản, chính sách CBTT đồng bộ, phù hợp với các luật có liên quan, tuy nhiên, một số quy định chưa phù hợp với Luật Doanh nghiệp năm 2014, Luật kế toán như giá trị các khoản vay phải công bố; các quy định về họp Đại hội đồng cổ đông, người đại diện theo pháp luật...

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: không có điều ước quốc tế liên quan đến nội dung chính sách.

6.4.2. Giải pháp 6B: Sửa đổi các quy định hiện hành về CBTT trên TTCK

a) Tác động về kinh tế

- *Chi phí*:

- + Đối với Nhà nước: không phát sinh chi phí.
- + Doanh nghiệp: không phát sinh chi phí.
- + Người dân: không phát sinh chi phí.

- Lợi ích:

+ Nhà nước: Thu được lợi ích về kinh tế do TTCK hoạt động minh bạch hơn sẽ cải thiện định mức tín nhiệm quốc gia qua đó tăng thu hút đầu tư nước ngoài.

+ Doanh nghiệp: Giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn vì thông qua nghĩa vụ minh bạch thông tin, doanh nghiệp cần nỗ lực xây dựng hình ảnh để tạo niềm tin với nhà đầu tư, khách hàng. Ngoài ra, việc CBTT minh bạch cũng giúp doanh nghiệp huy động vốn dễ dàng hơn trên TTCK.

+ Người dân: thu được lợi ích kinh tế do nhận được những thông tin chính xác để quyết định hoạt động đầu tư, không bị thiệt hại do hành vi trục lợi từ hành vi giao dịch nội bộ.

b) Tác động về xã hội

- Tích cực:

+ Bảo vệ tài sản của nhà đầu tư, tăng điều kiện được sở hữu tài sản bởi tham gia vào một TTCK thống nhất, ổn định, an toàn, lành mạnh, công bằng.

+ Thúc đẩy quá trình tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư theo hướng gia tăng sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức, các quỹ đầu tư nước ngoài;

+ Tăng hiệu quả vận hành của TTCK và thị trường tài chính, tăng hiệu lực, hiệu quả của công tác quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK bởi chính sách sẽ là cơ sở để hoàn thiện các quy định giúp cơ quan quản lý tăng cường vai trò quản lý nhà nước, điều chỉnh hành vi của các thành viên trên thị trường, giám sát và thanh tra xử phạt các vi phạm về CBTT trên TTCK nói chung;

+ Tăng niềm tin vào TTCK, thu hút đầu tư nước ngoài.

- Tiêu cực: hầu như không có.

c) Tác động về giới: chính sách không ảnh hưởng đến cơ hội, điều kiện, năng lực thực hiện và thụ hưởng các quyền, lợi ích của mỗi giới do chính sách được áp dụng chung, không mang tính phân biệt.

d) Tác động của thủ tục hành chính: chính sách không làm phát sinh thủ tục hành chính.

đ) Tác động đối với hệ thống pháp luật

- Các quyền và nghĩa vụ của công dân theo Hiến pháp: chính sách có liên quan đến quyền tự do ngôn luận, bảo vệ bí mật của công dân. Tuy nhiên, việc yêu cầu CBTT là nguyên tắc và yêu cầu cơ bản đối với hoạt động của TTCK, do vậy, chính sách CBTT mang tính tích cực nhằm đảm bảo TTCK Việt Nam hoạt động

an toàn, ổn định, công khai, minh bạch, bảo vệ quyền lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ.

- Tác động tới các quy định của pháp luật:

- Thống nhất, đồng bộ giữa Luật chứng khoán và Luật doanh nghiệp, Luật kế toán về nội dung thông tin công bố;

- Hoàn thiện các quy định về CBTT tại Thông tư hướng dẫn về CBTT để tránh tình trạng Thông tư quy định nội dung mà Luật chưa có quy định...

- Tính tương thích với các điều ước quốc tế: không có điều ước quốc tế liên quan đến nội dung chính sách.

6.5. Kiến nghị giải pháp lựa chọn

Qua đánh giá tác động của từng giải pháp cho thấy, mỗi giải pháp đều có ưu điểm, nhược điểm, có mặt tích cực, tiêu cực nhưng giải pháp đem lại nhiều tác động tích cực và tác động tiêu cực có thể chấp nhận được là giải pháp 6B.

Để giải quyết một cách triệt để vấn đề bất cập đã nêu, cần thiết phải trình Quốc Hội sửa đổi và bổ sung các quy định về CBTT tại Luật Chứng khoán cho phù hợp với thực tiễn và yêu cầu của thị trường.

III. Lấy ý kiến

Phần này sẽ mô tả cụ thể việc lấy ý kiến về BCDGTĐ của chính sách. Cụ thể:

- Đăng tải báo cáo tổng kết, báo cáo DGTĐCS trên website;

- Tổ chức Hội nghị, hội thảo lấy ý kiến;

Lấy ý kiến trực tiếp các Bộ ngành (gồm: (i) cơ quan bắt buộc theo Luật Ban hành văn bản QPPL là Bộ Nội Vụ, Bộ Ngoại giao, Bộ Tư pháp và (ii) các Bộ, ngành có liên quan),

- Tổng hợp, giải trình, tiếp thu ý kiến.

Cơ quan soạn thảo sẽ hoàn chỉnh sau khi hoàn thành các nội dung này

IV. Giám sát và đánh giá

(Phần này nêu rõ cơ quan chịu trách nhiệm tổ chức thi hành chính sách, giám sát đánh giá việc thực hiện chính sách.)

- Cơ quan giám sát: Quốc hội, Ủy ban thường vụ Quốc hội, Hội đồng dân tộc, Ủy ban của Quốc hội, đại biểu Quốc hội.

- Cơ quan chịu trách nhiệm tổ chức thi hành chính sách: Chính phủ, Bộ Tài chính, các Bộ, ngành có liên quan.