

HOÀN THIỆN KHUNG PHÁP LÝ VỀ THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG Ở VIỆT NAM

● ĐỖ THỊ KIỀU PHƯƠNG

TÓM TẮT:

Thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung (over the counter market - OTC, sau đây gọi là thị trường OTC) là thị trường giao dịch chứng khoán thông qua mua bán trao tay, không có địa điểm cụ thể, chứng khoán được giao dịch trực tiếp thông qua các nhà môi giới. Hiện nay, ở Việt Nam, mô hình tổ chức và cơ chế vận hành cho thị trường chứng khoán phi tập trung vẫn đang tiếp tục được nghiên cứu để luật pháp hóa chính thức. Bài viết nghiên cứu, luận giải một số vấn đề về thị trường OTC để đề xuất một số giải pháp nhằm xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý điều chỉnh thị trường OTC.

Từ khóa: OTC, thị trường chứng khoán phi tập trung, thị trường UPCoM, thị trường OTC.

1. Đặt vấn đề

Các nhà đầu tư sau khi đã mua chứng khoán từ doanh nghiệp phát hành trên thị trường sơ cấp, họ có thể giữ trái phiếu đến khi đáo hạn để nhận lãi từ doanh nghiệp phát hành hoặc có thể bán lại cho nhà đầu tư khác trước thời điểm chứng khoán (trái phiếu) đáo hạn để hưởng lãi trên cơ sở chênh lệch giữa giá mua và giá bán chứng khoán. Để thỏa mãn nhu cầu thứ hai, thị trường thứ cấp ra đời. Thị trường thứ cấp hay còn gọi là thị trường giao dịch là nơi giao dịch các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Sự hoạt động của thị trường thứ cấp tạo ra khả năng chuyển đổi chứng khoán thành tiền mặt dễ dàng, thuận tiện. Trên thị trường thứ cấp diễn ra việc mua bán chứng khoán giữa các nhà đầu tư, tiền thu được từ việc bán chứng khoán không thuộc về nhà phát hành mà thuộc về nhà đầu tư bán chứng khoán, nhưng lại quyền sở hữu chứng khoán cho nhà đầu tư khác. Sự phát triển của thị trường thứ cấp đặc biệt quan trọng bởi ở thị trường này

tính thanh khoản của chứng khoán thể hiện rõ ràng. Thị trường thứ cấp tạo cho các nhà đầu tư có thể chuyển chứng khoán thành tiền mặt khi họ có nhu cầu.

Ở phần lớn các nước trên thế giới hiện nay cũng như ở Việt Nam, dựa vào hình thức tổ chức thị trường mà thị trường thứ cấp được chia thành thị trường giao dịch tập trung và thị trường giao dịch phi tập trung. Nếu thị trường chứng khoán tập trung được điều chỉnh bởi hệ thống các văn bản pháp luật phong phú, thì thị trường chứng khoán phi tập trung gần như bị pháp luật "bỏ quên". Thị trường giao dịch phi tập trung được đề cập trong cuốn Luật Chứng khoán của Trường Đại học Luật Hà Nội là thị trường không được tổ chức theo các quy định của pháp luật về thị trường chứng khoán; các giao dịch trên thị trường này diễn ra tự phát giữa các nhà đầu tư với nhau; việc mua bán chứng khoán trên thị trường này không chịu sự giám sát và không phải tuân thủ pháp luật về chứng khoán, tuy nhiên vẫn phải tuân thủ pháp luật dân sự [1.5].

Việc thiêu hệ thống pháp luật điều chỉnh thị trường OTC là một trong những lỗ hổng lớn của hệ thống pháp luật thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay. Từ đó nảy sinh nhiều tiêu cực có thể ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của các chủ thể liên quan, đặc biệt là lợi ích của nhà đầu tư.

2. Sự cần thiết phải xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý điều chỉnh thị trường OTC ở Việt Nam

Tuy là thị trường phi tập trung, nhưng ở nhiều quốc gia trên thế giới, chứng khoán được giao dịch chủ yếu qua thị trường này. Theo nhóm tác giả Jacob Gyntellerg, Guonan Ma và Eli Remolona nghiên cứu về thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở châu Á cho thấy: "Ở Seoul, hơn 90% giao dịch trái phiếu doanh nghiệp vẫn còn diễn ra trên thị trường OTC và chỉ khoảng 10% trên sàn giao dịch" [2.6]. Hoặc trong một đợt công trình nghiên cứu của nhóm tác giả Serdar Celik, Gul Demirtas, Mats Isaksson đã chỉ ra rằng: "Hơn 85% giao dịch trái phiếu ở Mỹ và hơn 70% ở châu Âu diễn ra trên thị trường OTC - nơi các đại lý đóng vai trò quan trọng" [3.5]. Đặc biệt, theo một khảo sát của IOSCO (Tổ chức Quốc tế của các Ủy ban Chứng khoán) cộng tác với World Bank (Ngân hàng Thế giới) năm 2011 về các nước có thị trường chứng khoán mới nổi: "Giao dịch trái phiếu doanh nghiệp tại các thị trường mới nổi được chia đều giữa thị trường OTC và thị trường Sở giao dịch."

Trong số 36 quốc gia được khảo sát, Hàn Quốc có thị trường OTC lớn nhất, tiếp theo là Ấn Độ và Brasil. Ba nước với thị trường Sở giao dịch lớn nhất lần lượt là Nam Phi, Colombia và Trung Quốc. Sự phụ thuộc cao vào thị trường Sở giao dịch một phần có thể do một số khu vực yêu cầu các nhà đầu tư tổ chức phải thực hiện tất cả các giao dịch của họ trên sàn giao dịch, mà nhà đầu tư tổ chức là nhà đầu tư chi phối thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở các nước này" [4.5].

Như vậy, trên thế giới, ngay cả với Mỹ - một quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển

nhất thế giới, thì sự tồn tại của thị trường OTC là một tất yếu, và Việt Nam cũng không phải ngoại lệ. Tuy nhiên, việc cản trở của Chính phủ Việt Nam hiện nay là phải thiết chế một khung pháp lý cho sự tồn tại và phát triển của thị trường này. Điều đó xuất phát từ một số lý do sau:

Thứ nhất, từ lịch sử ra đời, tồn tại và vai trò của thị trường OTC ở Việt Nam Thị trường chứng khoán phi tập trung ở Việt Nam ra đời bắt đầu từ khi có Luật Chứng khoán năm 2006. Điều đó được thể hiện thông qua quy định: "Thị trường giao dịch chứng khoán là địa điểm hoặc hình thức trao đổi thông tin để tập hợp lệnh mua, bán và giao dịch chứng khoán". Như vậy, theo quy định này, ngoài hình thức giao dịch tại một địa điểm nhất định, chứng khoán còn được giao dịch bằng hình thức trao đổi thông tin để tập hợp lệnh mua, bán và giao dịch chứng khoán. Đây chính là cơ sở pháp lý quan trọng cho sự hình thành của thị trường OTC.

Ngày 20/11/2008, Bộ Tài chính ban hành Quyết định số 108/2008/QĐ-BTC về việc ban hành Quy chế tổ chức và quản lý giao dịch chứng khoán công ty đại chúng chưa niêm yết tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội. Quyết định số 108/2008/QĐ-BTC nêu rõ phạm vi điều chỉnh: "Quy chế này quy định về tổ chức và quản lý giao dịch chứng khoán của các công ty đại chúng chưa niêm yết bao gồm cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (sau đây viết tắt là TTGDCK), chứng khoán của các công ty đại chúng huy niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (sau đây viết tắt là SGĐCK)". Thị trường UPCoM (Unlisted Public Company Market) tức là thị trường dành cho chứng khoán (chủ yếu là cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi) của các công ty đại chúng chưa niêm yết ra đời từ quyết định này.

Thị trường UPCoM chưa phải là thị trường OTC đúng nghĩa nhưng có thể coi thị trường này là bước đệm để tiến tới xây dựng thị trường OTC theo đúng thông lệ quốc tế trong tương lai. Tuy nhiên, từ khi có Luật Chứng khoán năm 2006 đến nay, mặc dù đóng vai trò quan trọng

nhưng đã hơn 10 năm, Việt Nam vẫn chưa có bộ phận pháp luật hoàn chỉnh về tổ chức và hoạt động của thị trường OTC. Các quy định pháp luật liên quan đến thị trường OTC chỉ thể hiện rải rác ở một vài quy định trong Luật Chứng khoán. Do đó, đã đến thời điểm Nhà nước cần xây dựng khung pháp lý hoàn chỉnh cho thị trường OTC.

Thứ hai, từ rủi ro trên thị trường OTC. Thị trường OTC là thị trường có quá nhiều rủi ro, thậm chí có thể xảy ra lừa đảo, trục lợi, như nhận định của tác giả Nguyễn Phương Thảo: “Pháp luật Việt Nam hiện nay còn thiếu các quy định về quản lý thị trường UPCoM và thị trường OTC. Có thể thấy trong thời gian gần đây, số lượng các vi phạm pháp luật xảy ra trên hai thị trường này ngày càng tăng cả về số lượng và mức độ nghiêm trọng” [7]. Vì thế, Nhà nước cần có những biện pháp tác động nhất định nhằm lành mạnh và minh bạch hóa thị trường này. Nếu không có biện pháp kịp thời quản lý thị trường OTC thì sẽ ảnh hưởng, tác động không tốt đến thị trường chính thức. Vì vậy, Nhà nước cần ban hành các văn bản quy phạm pháp luật để quản lý thị trường này. Bên cạnh đó, việc ban hành pháp luật để điều chỉnh hoạt động trên thị trường OTC có thể thu hẹp thị trường giao dịch tự do (là thị trường không có sự quản lý của Nhà nước).

Thứ ba, từ sự tồn tại khách quan và tất yếu của thị trường OTC. Nhà nước cần xây dựng khung pháp lý hoàn chỉnh cho thị trường OTC còn bởi, ở Việt Nam, thị trường OTC hiện nay là sự phát triển khách quan và tất yếu, đáp ứng nhu cầu không nhỏ của doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Thị trường OTC có những ưu thế thu hút nhà đầu tư và doanh nghiệp phát hành, như: linh hoạt thời điểm mua bán (do giao dịch thỏa thuận không thông qua sàn); mức giá linh hoạt (do giá mua bán thông qua thương lượng, không quy định mức giá, có thể có nhiều mức giá giao dịch khác nhau tùy theo người mua và người bán); Cơ chế thanh toán linh hoạt; có thể giúp nhà đầu tư mua được những chứng khoán tiềm năng có mức giá rẻ trước khi chứng khoán của doanh nghiệp được niêm yết trên sàn.... Do

có những ưu thế như vậy, nên Nhà nước không nên/không thể xóa bỏ sự tồn tại của thị trường này mà thay vào đó cần xây dựng khung pháp lý, tạo điều kiện cho thị trường này phát triển theo trật tự nhất định và có lợi cho các chủ thể.

Thứ tư, từ bản chất của thị trường OTC. Thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung đã từng bị hiểu lầm là thị trường chứng khoán tự do - là thị trường không có sự quản lý của Nhà nước. Thực chất, thị trường OTC không phải là thị trường tự do. Thị trường OTC cũng có sự quản lý của Nhà nước và điều chỉnh bằng pháp luật. Hơn nữa, thị trường OTC cũng là một bộ phận thống nhất của thị trường chứng khoán có tổ chức ở Việt Nam, là một bước đi hoàn chỉnh trong quá trình tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán Việt Nam. Vì vậy, việc ban hành pháp luật để điều chỉnh hoạt động trên thị trường OTC có thể giúp thu hẹp thị trường giao dịch tự do, đồng thời góp phần hoàn chỉnh thị trường giao dịch chứng khoán ở Việt Nam hiện nay.

3. Giải pháp hoàn thiện khung pháp lý điều chỉnh thị trường OTC ở Việt Nam

Theo tác giả Nguyễn Kiều Giang, thị trường phi tập trung là thị trường “Ở cấp độ thấp hơn thị trường giao dịch tập trung, được tổ chức bởi Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Đối tượng giao dịch trên thị trường này thường là những chứng khoán có chất lượng kém hơn. Chứng khoán niêm yết tại thị trường này được giao dịch tại công ty chứng khoán là thành viên giao dịch của Trung tâm giao dịch chứng khoán theo Quy chế giao dịch chứng khoán của Trung tâm giao dịch chứng khoán” [8]. Hiện nay, thị trường chứng khoán tập trung (là thị trường được tổ chức bởi Sở Giao dịch chứng khoán) được điều chỉnh bởi hệ thống văn bản pháp luật về chứng khoán, trong đó chủ yếu là Luật Chứng khoán. Thị trường OTC ở cấp độ thấp hơn thị trường giao dịch tập trung nên khi ban hành văn bản quy phạm pháp luật để quản lý thị trường này, thì Nghị định của Chính phủ là sự lựa chọn hợp lý. Thị trường OTC là một bộ phận thống nhất của thị trường chứng khoán

có tổ chức ở Việt Nam, là bước đi hoàn chỉnh trong quá trình tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán Việt Nam. Vì vậy, pháp luật điều chỉnh thị trường OTC cũng cần có đầy đủ các nội dung như pháp luật điều chỉnh thị trường chứng khoán tập trung, bao gồm:

- *Quy định về cơ quan quản lý Nhà nước về thị trường:* Ủy ban Chứng khoán Nhà nước là cơ quan trực tiếp quản lý nhà nước đối với thị trường OTC. Bên cạnh đó, việc quản lý có thể trao cho các tổ chức xã hội - nghề nghiệp về chứng khoán.

- *Quy định về chủ thể tổ chức thị trường:* Ở nhiều quốc gia trên thế giới, pháp luật trao cho các tổ chức tự quản quyết định ra tổ chức cho thị trường OTC hoạt động. Tuy nhiên, ở Việt Nam, theo quy định tại Luật Chứng khoán năm 2019: "Ngoài Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam và công ty con, không tổ chức, cá nhân nào được phép tổ chức và vận hành thị trường giao dịch chứng khoán". Dựa vào quy định này, công ty con của Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam là chủ thể tổ chức, vận hành thị trường OTC là sự lựa chọn hợp lý.

- *Quy định về hàng hóa của thị trường:* Quy định điều kiện niêm yết trên thị trường cho các trái phiếu. Thông thường sẽ là những trái phiếu của các doanh nghiệp chưa đủ điều kiện niêm yết hoặc chưa muốn niêm yết trên thị trường giao dịch tập trung. Tuy nhiên, pháp luật cũng cần đưa ra điều kiện niêm yết cụ thể để tránh việc đưa các trái phiếu có chất lượng quá kém vào giao dịch tại thị trường. Điều này có nghĩa không phải tất cả các trái phiếu không đủ điều kiện niêm yết tại thị trường giao dịch tập trung đều được niêm yết tại thị trường OTC.

- *Quy định về thành viên thị trường (thành viên giao dịch):* Pháp luật Việt Nam hiện chưa có quy định về thành viên giao dịch của thị trường OTC mà chỉ có quy định về thành viên giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Luật Chứng khoán năm 2019 quy định thành viên của Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam bao gồm: (i) Thành viên giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán là công ty chứng khoán

được Sở Giao dịch chứng khoán chấp thuận trở thành thành viên giao dịch; (ii) Thành viên giao dịch đặc biệt là ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài và các tổ chức khác được Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam chấp thuận trở thành thành viên giao dịch đặc biệt⁴. Đối với thị trường OTC, pháp luật nên khuyến khích các công ty chứng khoán được phép tham gia với tư cách thành viên để hỗ trợ cho các tổ chức giao dịch. Các công ty chứng khoán cần phải được xem là trung tâm của thị trường với các vai trò: nhà tư vấn, nhà môi giới, nhà tự doanh, nhà tạo lập thị trường.

- *Quy định về phương thức giao dịch trên thị trường.* Về phương thức giao dịch trên thị trường OTC, nghiên cứu sinh tân thành quan điểm của tác giả Nguyễn Thị Bích Thủy: "Nên chú trọng hình thức giao dịch thông qua môi giới và tự doanh. Không sử dụng sàn giao dịch trung tâm mà sử dụng mạng máy tính để đầu tư cạnh tranh kết hợp với tạo lập thị trường. Phương thức giao dịch có thể linh hoạt phù hợp với mức độ thanh khoản. Những chứng khoán có tính thanh khoản cao có thể áp dụng phương thức khớp lệnh liên tục hoặc khớp lệnh giao dịch thông qua nhà tạo lập thị trường hoặc kết hợp bảo giá hàng ngày qua trung tâm. Những chứng khoán có tính thanh khoản thấp nhất có thể chi giao dịch thông qua môi giới hoặc nhà tạo lập thị trường. Các dịch vụ phụ trợ cho thị trường như bù trừ, thanh toán giao dịch; đăng ký lưu ký chứng khoán; thông tin báo giá hoặc thông tin hướng dẫn doanh nghiệp, ... các dịch vụ này được cung cấp linh hoạt phù hợp với yêu cầu của nhà đầu tư" [9].

Quy định về chế độ công bố thông tin. Trên thị trường giao dịch tập trung cũng như thị trường OTC, công bố thông tin là một hoạt động quan trọng không thể thiếu. Pháp luật quy định về chế độ công bố thông tin nhằm cung cấp cho nhà đầu tư có căn cứ để đánh giá khách quan, chính xác về doanh nghiệp phát hành chứng khoán, đặc biệt là tình hình hoạt động sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Các thông tin cần công bố trên thị trường OTC bao gồm: Thông tin về các doanh nghiệp có chứng

khoản đang được niêm yết trên thị trường để nhà đầu tư lựa chọn được chứng khoán có chất lượng theo mong muốn của họ; thông tin về các thành viên giao dịch trên thị trường để nhà đầu tư có thể lựa chọn người tư vấn, người môi giới trung thực, tận tâm với họ; thông tin về các giao dịch được thực hiện trên thị trường như lệnh chào mua, chào bán, khối lượng giao dịch để nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư hợp lý....

Nhìn chung, nhà đầu tư chứng khoán dù trên bất kỳ thị trường nào, tập trung hay phi tập trung cũng cần được bảo vệ lợi ích như nhau. Vì vậy, theo tác giả bài viết, chế độ công bố thông tin trên thị trường OTC không được thấp hơn so với thị trường giao dịch tập trung. Tuy nhiên, vì thị trường OTC là thị trường ở cấp độ thấp hơn so với thị trường giao dịch tập trung nên pháp luật có thể quy định linh hoạt hơn. Ví dụ, có thể cho phép các doanh nghiệp có chứng khoán đang giao dịch trên thị trường OTC công bố thông tin trên mạng nội bộ của doanh nghiệp; doanh nghiệp có thể nộp báo cáo tài chính qua trang web; báo cáo tài chính chỉ cần được kiểm toán bởi một tổ chức kiểm toán được thành lập và hoạt động hợp pháp tại Việt Nam (không bắt buộc phải là tổ chức kiểm toán

và kiểm toán viên hành nghề được chấp thuận như ở thị trường giao dịch tập trung).

4. Kết luận

Sự xuất hiện và tồn tại của thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung ở Việt Nam nói riêng, trên thế giới nói chung là một tất yếu khách quan. Đặc biệt ở Việt Nam hiện nay, khi phần lớn các doanh nghiệp là doanh nghiệp nhỏ và vừa, chưa đáp ứng được các điều kiện niêm yết của thị trường tập trung, sự tồn tại của thị trường chứng khoán phi tập trung lại càng có lý. Chưa kể, nếu xét về bản chất kinh tế, thị trường OTC mới đúng là thị trường, các giao dịch trên thị trường OTC mới là các giao dịch phản ánh đúng nhất đời sống kinh tế vì nó xuất hiện từ nhu cầu mua bán chứng khoán thực sự. Nếu vắng mặt thị trường OTC, thị trường chứng khoán sẽ khó được coi là hoàn chỉnh. Bằng chứng là ngay cả ở các nước có thị trường chứng khoán đã phát triển hàng trăm năm, thị trường OTC vẫn tồn tại và dung chứa phần lớn các giao dịch chứng khoán. Vì vậy, việc Nhà nước Việt Nam xây dựng hệ thống pháp luật để điều chỉnh thị trường OTC, đưa thị trường OTC vào khuôn khổ pháp lý, tạo điều kiện cho thị trường phát triển là một tất yếu ■

TÀI LIỆU TRÍCH DẪN:

- Điều 6 Khoản 18 Luật Chứng khoán năm 2006.*
- Điều 1 Quyết định số 108/2008/QĐ-BTC ngày 20/11/2008*
- Điều 42 Khoản 2 Luật Chứng khoán năm 2019*
- Điều 47 Khoản 1 Luật Chứng khoán năm 2019*

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Phạm Thị Giang Thu (2013). *Giáo trình Luật Chứng khoán*. Trường Đại học Luật Hà Nội. NXB Công an nhân dân.
2. Jacob Gyntellerg, Guoan Ma, Eli Remolona (2005). Developing corporate bond markets in Asia *Proceeding of a BIS PBC seminar, Kuning, China*, 26, 83-93.
3. Serdar Celik, Gul Demirtas, Mats Isaksson (2015). Corporate bonds, bondholders and corporate governance. *OECD Corporate Governance Working Papers*, 16, 26
4. IOSCO (2011). Development of corporate bond Markets in the Emerging Markets. *Emerging Market Committee of the International Organization of Securities Commission in collaboration with the World Group*, Madrid, Spain. IOSCO.
5. Quốc hội (2006). *Luật số 70/2006/QH11: Luật Chứng khoán năm 2006*.

6. Bộ Tài chính (2008), *Quyết định số 108/2008/QĐ-BTC* về Quy chế tổ chức và quản lý giao dịch chứng khoán công ty đại chúng chưa niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội
7. Nguyễn Phương Thảo (2017), Cơ chế bảo vệ nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Tài chính*, tháng 03/2017, tr.61.
8. Nguyễn Khắc Quang (2006), Một số vấn đề pháp lý cơ bản về thị trường giao dịch chứng khoán ở Việt Nam, *Tạp chí Luật học*, số 8/2006, tr.21
9. Nguyễn Thị Bích Thủy (2014), *Phát triển thị trường OTC ở Việt Nam*, Luận văn Thạc sĩ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân

Ngày nhận bài: 24/4/2020

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 4/5/2020

Ngày chấp nhận đăng bài: 14/5/2020

Thông tin tác giả

ThS. DÓ THỊ KIỀU PHƯƠNG

Giảng viên Bộ môn Luật Kinh tế, Học viện Tài chính

PERFECTING THE LEGAL FRAMEWORK FOR THE OTC MARKET IN VIETNAM

● Master. **DO THI KIEU PHUONG**

Lecturer, Department of Economic Law, Academy of Finance

ABSTRACT:

The Over the Counter market (OTC) is the "hand-to-hand" stock market without fixed place and stocks are exchanged directly through the brokers. In Vietnam, regulations on the organizational model and operating mechanism for the OTC market are still being studied for official legalization. This paper analyze the current state of Vietnam's OTC market and proposes some solutions to perfect the legal framework for the OTC market.

Keywords: OTC, the UPCoM market, stock exchange.