

BÌNH LUẬN QUY ĐỊNH VỀ CẤP GIẤY PHÉP HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH CỦA CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

PHAN PHƯƠNG NAM

Khoa Luật Thương mại, Trường Đại học Luật TP. Hồ Chí Minh
Faculty of Commercial Law, Ho Chi Minh City University of Law
Email: ppnam@hcmulaw.edu.vn

Tóm tắt

Bài viết đề cập và phân tích đến các vấn đề có liên quan đến việc cấp giấy phép hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh của công ty chứng khoán, một chủ thể quan trọng và cung cấp nhiều dịch vụ cho thị trường chứng khoán phái sinh. Từ đó, bài viết đưa ra các đề xuất cho hoạt động lập pháp, giúp các quy định pháp luật hoàn thiện hơn khi điều chỉnh nội dung này.

Từ khóa: thị trường chứng khoán phái sinh, công ty chứng khoán, ủy ban chứng khoán nhà nước, sở giao dịch chứng khoán

Abstract

The article discusses and analyzes issues related to the licensing of derivative securities business activities of securities companies, an important entity providing various services to the derivatives market. Consequently, the article offers legislative proposals to improve legal regulations governing this area.

Keywords: derivatives market, securities company, state securities commission, stock exchange

Ngày nhận bài: 17/01/2024

Ngày duyệt đăng: 14/5/2024

Nếu thị trường chứng khoán (TTCK) cơ sở là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế,¹ thị trường chứng khoán phái sinh (TTCKPS) được coi là thị trường phòng ngừa rủi ro cho hoạt động đầu tư của nhà đầu tư trên TTCK cơ sở.² Theo đó, các nhà đầu tư sẽ tiến hành mở các vị thế mua, bán sản phẩm phái sinh. Việc này sẽ giúp cho nhà đầu tư thay vì bán tài sản cơ sở để cắt lỗ khi giá trên TTCK cơ sở sụt giảm thì họ sẽ đóng các vị thế bán trên TTCK phái sinh³ để hiện thực hóa lợi nhuận, bù đắp cho phần giá trị thiệt hại của danh mục tài sản cơ sở với chi phí thấp. Điều này giúp cho nhà đầu tư có thể bảo vệ tài sản đồng thời cũng làm giảm áp lực bán tháo trên TTCK cơ sở.⁴ Tuy nhiên, để các nhà đầu tư có thể sử dụng TTCK phái sinh như là một cơ chế phòng ngừa

1 Tô Thu Minh, “Thực trạng thị trường tài chính Việt Nam - Góc nhìn từ thị trường chứng khoán”, *Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ*, số 22, 2021.

2 Nguyễn Vinh Hưng, “Các loại hình chứng khoán phái sinh”, *Tạp chí Nghiên cứu lập pháp*, số 08(384), 2019, tr. 26.

3 Giang Khôi, “Nhìn lại 5 năm hoạt động thị trường chứng khoán phái sinh”, *Báo Nhân dân*, 2022, <https://nhandan.vn/nhin-lai-5-nam-hoat-dong-thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-post728669.html>, truy cập ngày 10/11/2023.

4 M.P, “Thị trường chứng khoán phái sinh từng bước phát triển”, 2022, <https://dangcong-san.vn/tai-chinh-va-chung-khoan/thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-tung-buc-phat-trien-616936.html>, truy cập ngày 12/11/2023.

rủi ro,⁵ tăng năng suất, giảm chi phí tài chính và cơ cấu lại danh mục đầu tư⁶ trên TTCK thì cần phải có chủ thể cung cấp dịch vụ này. Bởi lẽ, các tổ chức kinh doanh dịch vụ chứng khoán phải sinh phát triển thì mới có thể tạo tiền đề quan trọng để thúc đẩy sự phát triển của TTCKPS.⁷ Tuy nhiên, nếu pháp luật không quy định, ràng buộc các điều kiện gia nhập thị trường của các chủ thể cung ứng dịch vụ kinh doanh chứng khoán trên TTCKPS, sẽ có nguy cơ xuất hiện nhiều chủ thể cung ứng dịch vụ không đảm bảo chất lượng làm ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của nhà đầu tư, dẫn đến TTCKPS không phát triển hiệu quả. Bài viết này tập trung nghiên cứu các quy định điều chỉnh về cấp giấy phép hoạt động chứng khoán phái sinh của công ty chứng khoán (CTCK), nhằm phân tích và làm rõ thực trạng quy định pháp luật, cũng như tìm ra các hạn chế, bất cập trong quy định này để đưa ra kiến nghị hoàn thiện.

1. Thực trạng và bất cập của pháp luật về cấp giấy phép hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh của công ty chứng khoán

1.1. Về cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh của công ty chứng khoán

Hiện nay, các quy định về cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh của CTCK đang được ghi nhận tại Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14, Nghị định số 158/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và TTCKPS, Thông tư số 197/2015/TT-BTC Quy định về hành nghề chứng khoán. CTCK được thực hiện một hoặc một số hoặc toàn bộ hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh, bao gồm: môi giới chứng khoán phái sinh, tự doanh chứng khoán phái sinh, tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh.⁸

Theo khoản 2 Điều 4 Nghị định 158/2020/NĐ-CP, CTCK muốn được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh thì cần phải thỏa mãn đồng thời các điều kiện sau:

- i) Phải được cấp phép đầy đủ nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán gồm: tự doanh chứng khoán cơ sở, bảo lãnh phát hành chứng khoán cơ sở, môi giới chứng khoán cơ sở và tư vấn đầu tư chứng khoán cơ sở;
- ii) Phải đáp ứng các điều kiện về vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu như

5 K. Lannoo and A. Thomadakis, “Derivatives in Sustainable Finance”, *CEPSECMI Study*, Centre for European Policy Studies, 2020, tr. 9; Nguyễn Vinh Hưng, “Vai trò của chứng khoán phái sinh đối với thị trường chứng khoán Việt Nam”, 2019, <https://danchuphapluat.vn/vai-tro-cua-chung-khoan-phai-sinh-doi-voi-thi-truong-chung-khoan-viet-nam>, truy cập ngày 14/11/2023.

6 Gengatharen, Ryan Rasiah. “Regulatory Reform of the Australian Over-the-Counter Derivatives Market”, *Southern Cross University Law Review*, No. 2, 1998, tr. 7, 8.

7 Nguyễn Thu Thủy, “Thuận lợi và thách thức trong phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam”, 2017, <https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/links/cm195?dDoc-Name=SBV306981>, truy cập ngày 12/11/2023.

8 Khoản 1 Điều 4 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP.

sau: đối với hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh: có vốn điều lệ, có vốn chủ sở hữu tối thiểu từ 800 tỷ đồng trở lên; đối với hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh: có vốn điều lệ, có vốn chủ sở hữu tối thiểu từ 600 tỷ đồng trở lên; đối với hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh: có vốn điều lệ, có vốn chủ sở hữu tối thiểu từ 250 tỷ đồng trở lên;

iii) Đáp ứng yêu cầu về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán theo quy định của pháp luật về hoạt động của CTCK;

iv) Đáp ứng điều kiện về nhân sự: Giám đốc (Tổng giám đốc), Phó giám đốc (Phó tổng giám đốc) phụ trách nghiệp vụ và tối thiểu năm nhân viên cho mỗi hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh dự kiến đăng ký có chứng chỉ hành nghề chứng khoán phù hợp với quy định của pháp luật và chứng chỉ chuyên môn về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh;

v) Có tỷ lệ vốn khả dụng đạt tối thiểu 220% liên tục trong 12 tháng gần nhất; thực hiện trích lập đầy đủ các khoản dự phòng theo quy định của pháp luật;

vi) Không có lỗ trong hai năm gần nhất;

vii) Ý kiến của tổ chức kiểm toán được chấp thuận tại báo cáo tài chính của năm tài chính gần nhất đã được kiểm toán và báo cáo tài chính bán niên gần nhất đã được soát xét (trường hợp đề nghị cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh sau ngày 30 tháng 6) phải là chấp nhận toàn phần;

viii) Không đang trong quá trình tổ chức lại, giải thể, phá sản; không đang trong tình trạng đình chỉ hoạt động, tạm ngừng hoạt động theo quyết định của cơ quan có thẩm quyền.

Về cơ bản, các quy định trên đã nêu ra những điểm cần thiết cho việc cung ứng dịch vụ kinh doanh trên TTCKPS trong đó có các yếu tố về vốn, về con người, về quản trị điều hành và mức độ an toàn của chủ thể cung cấp dịch vụ này là CTCK để đảm bảo khả năng cung ứng dịch vụ cũng như bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Tuy nhiên, ở một góc độ khác, bài viết cho rằng các quy định này vẫn còn điểm hạn chế và bất cập nhất định để đảm bảo sự chặt chẽ trong hoạt động cung ứng dịch vụ trên TTCKPS nhằm bảo vệ hữu hiệu nhà đầu tư.

Thứ nhất, quy định về vốn tối thiểu để CTCK được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh là chưa hợp lý vì hai lý do. Một là, quy định về vốn tối thiểu để CTCK được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh cả ba nghiệp vụ với chỉ một nghiệp vụ môi giới chứng khoán phái sinh bằng nhau là chưa hợp lý. Điểm b khoản 2 Điều 4 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP

quy định: “Trường hợp đăng ký kinh doanh cả hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh, tự doanh chứng khoán phái sinh và tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh, công ty chứng khoán phải có vốn điều lệ, có vốn chủ sở hữu tối thiểu từ 800 tỷ đồng trở lên”. Trong khi đó, Nghị định cũng quy định rằng CTCK phải đáp ứng các điều kiện về vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu. Trên thực tế, trong nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán phái sinh, CTCK có thể cung ứng ba nghiệp vụ: tự doanh, môi giới và tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh. Vậy nếu CTCK có đủ vốn từ 800 tỷ trở lên thì sẽ đăng ký được cả ba nghiệp vụ: tự doanh, môi giới và tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh, chứ không chỉ đăng ký một nghiệp vụ môi giới chứng khoán phái sinh. Có quan điểm cho rằng ngoài điều kiện về vốn còn nhiều điều kiện khác cần phải đáp ứng. Tuy nhiên, nếu xem xét toàn bộ Điều 4 của Nghị định 158/2020/NĐ-CP, sự khác biệt khi CTCK có đủ 800 tỷ đăng ký cả ba nghiệp vụ và đăng ký một nghiệp vụ môi giới chứng khoán phái sinh là yêu cầu về người hành nghề chứng khoán. Do vậy, ranh giới giữa việc CTCK đăng ký ba nghiệp vụ và một nghiệp vụ môi giới chứng khoán phái sinh là khá mờ nhạt.

Quy định này nếu so sánh với điều kiện kinh doanh của chứng khoán cơ sở là chưa thật sự hợp lý. Theo quy định tại Điều 74 Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14, và Điều 175 Nghị định 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán, có sự khác biệt rất lớn khi CTCK muốn đăng ký cả bốn nghiệp vụ trên TTCK cơ sở và đăng ký một nghiệp vụ kinh doanh trên TTCK cơ sở. Các mức vốn tối thiểu cho từng nghiệp vụ lần lượt là: i) môi giới chứng khoán: 25 tỷ đồng; ii) tự doanh chứng khoán: 50 tỷ đồng; iii) bảo lãnh phát hành chứng khoán: 165 tỷ đồng và iv) tư vấn đầu tư chứng khoán: 10 tỷ đồng.⁹ Trong trường hợp CTCK đề nghị cấp phép cho nhiều nghiệp vụ kinh doanh, vốn điều lệ tối thiểu là tổng số vốn tương ứng với từng nghiệp vụ đề nghị cấp phép.¹⁰ Điều này có nghĩa là CTCK muốn đăng ký cả bốn nghiệp vụ kinh doanh trên TTCK cơ sở phải có mức vốn tối thiểu là 250 tỷ. Quy định này thể hiện rõ sự chênh lệch về yêu cầu vốn giữa kinh doanh toàn bộ các nghiệp vụ và chỉ cung ứng một nghiệp vụ. Vì vậy, rõ ràng quy định về điều kiện vốn trong hoạt động cung ứng dịch vụ trên TTCKPS vẫn chưa tạo nên sự khác biệt lớn để đảm bảo khả năng cung ứng các nghiệp vụ khác nhau giống như đã tạo nên sự khác biệt này trong quy định về điều kiện cấp phép cho CTCK trên TTCK sơ cấp.

Hai là, mức vốn quy định để CTCK được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh là thừa. Bởi lẽ, điểm a khoản

9 Khoản 1 Điều 175 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP.

10 Khoản 4 Điều 175 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP.

2 Điều 4 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP đã quy định điều kiện đầu tiên mà CTCK muốn được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phải sinh là CTCK phải “được cấp phép đầy đủ nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán”. Theo Điều 74 Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14, và Điều 175 Nghị định 155/2020/NĐ-CP nếu CTCK muốn đăng ký cả 4 nghiệp vụ môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành và tư vấn đầu tư chứng khoán trên TTCK cơ sở thì CTCK phải có số vốn tối thiểu là 250 tỷ. Do vậy, việc quy định ở điểm b khoản 2 Điều 4 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP mức vốn tối thiểu để CTCK được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phải sinh là 250 tỷ là thừa. Có thể nhà lập pháp nghĩ rằng vì với mức vốn thấp như trên mà số lượng CTCK ở Việt Nam có thể đáp ứng được không phải là nhiều¹¹ thì nếu quy định tăng thêm vốn sẽ gây khó khăn thêm cho nhu cầu tăng nghiệp vụ cũng như tạo ra nhiều chủ thể cung cấp dịch vụ trên TTCKPS để nhà đầu tư có nhiều sự lựa chọn, tăng tính cạnh tranh. Tuy nhiên, quan điểm chúng tôi là cần có sự khác biệt trong việc kinh doanh chứng khoán cơ sở và cung ứng dịch vụ trên TTCKPS. Do vậy, đã muốn xác định điều kiện về vốn cũng là một điều kiện đặt ra đối với CTCK khi muốn cung cấp dịch vụ chứng khoán phải sinh thì phải quy định mức vốn thêm để tổng vốn điều lệ của CTCK cao hơn mức 250 tỷ mới là phù hợp.

Thứ hai, yêu cầu về đáp ứng yêu cầu về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán theo quy định của pháp luật về hoạt động của công ty chứng khoán có điểm chưa phù hợp. Bởi lẽ, nếu như các điều kiện về vốn, về con người, về tỷ lệ vốn khả dụng được định lượng hóa thì tiêu chuẩn định tính trong trường hợp này lại khó xác định và đánh giá khả năng đáp ứng yêu cầu về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán. Bởi lẽ, có tiêu chí rõ ràng thì việc đánh giá mới đảm bảo sự khách quan, chính xác. Cụ thể, điểm d khoản 1 Điều 5 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP khi quy định hồ sơ để chứng minh CTCK đạt đủ điều kiện kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro chỉ yêu cầu CTCK có “quy trình kiểm soát nội bộ, quy trình quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán phải sinh”. Quy định vẫn không hợp lý, bởi tại điểm b khoản 3 Điều 84 Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14 quy định CTCK... được chính thức hoạt động sau khi đáp ứng các quy định sau đây:... b) Có quy trình hoạt động, quản lý rủi ro, kiểm

11 “Mặc dù năm 2022 đã có sự tăng trưởng lớn về số lượng CTCK đủ điều kiện so với năm 2017. Tính đến tháng 5/2022, theo thống kê của UBCKNN, Việt Nam có khoảng 90 công ty chứng khoán đang hoạt động, trong đó tỷ trọng về số lượng công ty chứng khoán đủ điều kiện về vốn điều lệ để thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh CKPS còn khá thấp, bao gồm tự doanh (54,4%), môi giới (51,1%), tư vấn đầu tư (75,5%)...” Theo Ngô Sỹ Nam, Nguyễn Thị Mai Huyền, “Triển vọng và thách thức phát triển thị trường chứng khoán phải sinh tại Việt Nam”, *Tạp chí Thị trường Tài chính tiền tệ*, số 10, 2022.

soát nội bộ”. Do vậy, việc quy định trong hồ sơ cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh của CTCK phải có “quy trình kiểm soát nội bộ, quy trình quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh” là chưa có cơ sở chứng minh CTCK đáp ứng yêu cầu về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán theo quy định của pháp luật. Nếu chỉ yêu cầu đơn giản như trên thì điều kiện này phải được sửa lại thành CTCK có “quy trình kiểm soát nội bộ, quy trình quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh”. Tuy nhiên, nếu đòi hỏi điều kiện là CTCK có “quy trình kiểm soát nội bộ, quy trình quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh” là chưa đảm bảo yếu tố quản trị rủi ro, kiểm soát nội bộ của CTCK là tốt. Trong khi đó, bản chất của điều kiện này là yêu cầu làm sao để đảm bảo CTCK có quy trình quản lý rủi ro, kiểm soát nội bộ hiệu quả để từ đó có thể cung cấp tốt dịch vụ chứng khoán phái sinh cho nhà đầu tư. Do vậy, với yêu cầu quá chung chung mà không có cơ sở định lượng rõ nét, quy định về điều kiện này chưa đạt được mục tiêu mong muốn.

Bên cạnh đó, để chứng minh CTCK đáp ứng yêu cầu về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán, pháp luật còn đòi hỏi nhân sự cho hoạt động này phải đảm bảo đáp ứng tiêu chuẩn quy định khoản 4 Điều 9 Thông tư 121/2020/TT-BTC Quy định về hoạt động của công ty chứng khoán. Trong quy định này, một trong những tiêu chuẩn đặt ra tại điểm b khoản 4 Điều 9 Thông tư 121/2020/TT-BTC là: “Trưởng bộ phận kiểm toán nội bộ phải là người có trình độ chuyên môn về luật, kế toán, kiểm toán; Có đủ kinh nghiệm, uy tín, thẩm quyền để thực thi có hiệu quả nhiệm vụ được giao”. Vậy cơ sở nào và tiêu chí nào xác định là người này “đủ kinh nghiệm, uy tín, thẩm quyền để thực thi có hiệu quả nhiệm vụ được giao” lại là một quy định mang tính định tính mà không định lượng, càng làm suy nghĩ hơn trong việc kiểm tra CTCK có đủ điều kiện để được cấp phép cung cấp dịch vụ chứng khoán phái sinh, qua đó càng cho thấy quy định về điều kiện này của CTCK theo quy định hiện hành là chưa đảm bảo những quy định chính xác, hiệu quả trong việc bảo vệ hợp lý nhà đầu tư sử dụng dịch vụ chứng khoán phái sinh.

1.2. Về đăng ký thành viên giao dịch

Về cơ bản, để có thể cung ứng dịch vụ chứng khoán phái sinh tốt thì CTCK cần phải trở thành thành viên giao dịch trên Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK). Điều 22 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP đã quy định những điều kiện tương đối đầy đủ để một CTCK có thể trở thành thành viên giao dịch trên SGDCK để cung cấp dịch vụ chứng khoán cho khách hàng cũng như tiến hành các hoạt động của mình trên TTCK được thuận

lợi và hiệu quả. Cụ thể là CTCK đăng ký làm thành viên giao dịch trên SGDCK phải đáp ứng các điều kiện sau:

i) Là CTCK được thực hiện hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh;

ii) Đáp ứng yêu cầu của Sở Giao dịch chứng khoán về hạ tầng công nghệ thông tin và quy trình nghiệp vụ cho giao dịch chứng khoán phái sinh; và

iii) Có hợp đồng ủy thác bù trừ, thanh toán với thành viên bù trừ chung trong trường hợp đăng ký làm thành viên không bù trừ.

Nhìn chung, các quy định này đã khá chặt chẽ để cho CTCK đảm bảo có thể trở thành thành viên giao dịch trên SGDCK và sử dụng các dịch vụ này để cung cấp cho nhà đầu tư sử dụng dịch vụ chứng khoán phái sinh của CTCK đó. Tuy nhiên, các quy định về nội dung này cũng có điều chưa hợp lý và còn bất cập về việc đưa ra yêu cầu CTCK phải được thực hiện hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh là một trong các điều kiện để trở thành thành viên trên SGDCK. Khi CTCK cung cấp dịch vụ môi giới chứng khoán phái sinh, CTCK cần phải là thành viên trên SGDCK mới có thể tiến hành chuyển lệnh mua, bán của nhà đầu tư là khách hàng của mình lên SGDCK, nhằm tiến hành so khớp lệnh với lệnh của các nhà đầu tư chứng khoán phái sinh mở tài khoản giao dịch tại các CTCK khác. Tuy nhiên, đâu chỉ có CTCK được phép hoạt động môi giới phái sinh mới cần hoạt động này, mà ngay cả CTCK có nghiệp vụ tự doanh chứng khoán phái sinh cũng cần tham gia làm thành viên trên SGDCK để đặt lệnh mua, bán chứng khoán phái sinh của mình vào trong hệ thống so khớp lệnh mua, bán chứng khoán phái sinh của SGDCK. Vì vậy, tại sao các CTCK chỉ có nghiệp vụ tự doanh chứng khoán phái sinh không được phép trở thành thành viên trên SGDCK trong khi họ vẫn có và vẫn cần có nhu cầu trên mới thực hiện được hoạt động tự doanh của mình?

Cũng cần lưu ý rằng không phải CTCK nào khi được cấp phép hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh là cũng được cấp phép hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh, vì điều kiện về vốn của hai hoạt động này là khác nhau, trong đó điều kiện về vốn của hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh là cao hơn hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh.¹² Có quan điểm cho rằng khi CTCK có đủ vốn điều lệ tối thiểu là 800 tỷ thì họ sẽ đăng ký luôn cả ba hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh, tự doanh chứng khoán phái sinh và tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh. Tuy nhiên, như phân tích ở phần 2.1, nếu CTCK chưa có đủ nhân sự thì dù đủ mức vốn tối thiểu là 800 tỷ CTCK cũng không thể xin phép hoạt

12 Điểm b khoản 2 Điều 4 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP; Khoản 1 Điều 175 Nghị định 155/2020/NĐ-CP.

động cả ba hoạt động nên. Do đó, không phải lúc nào CTCK được phép thực hiện hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh cũng luôn được cấp phép luôn hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh. Vì vậy, quy định trên tước đi khả năng thực hiện được nghiệp vụ tự doanh chứng khoán phái sinh của CTCK, bởi lẽ dù được cấp phép tự doanh chứng khoán phái sinh nhưng CTCK không thể thực hiện hoạt động này khi không được trở thành thành viên trên SGDCK.

1.3. Về điều kiện được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh

Để cung cấp dịch vụ chứng khoán phái sinh tốt hơn và chủ động hơn mà không phụ thuộc vào thành viên bù trừ chung, CTCK có thể đăng ký để được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh. Theo đó, muốn được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh, CTCK cần phải thỏa mãn các điều kiện được quy định tại khoản 2 Điều 9 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP về chứng khoán phái sinh và TTCKPS. Nhìn chung, các điều kiện đặt ra để CTCK có thể đăng ký để được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh cũng gần giống các điều kiện đặt ra để CTCK được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh. Theo đó, có vài điểm khác nhau nhất định là về yêu cầu CTCK cần phải được cấp Giấy chứng nhận đăng ký hoạt động lưu ký chứng khoán; mức vốn nhiều hơn và tỷ lệ vốn khả dụng đạt tối thiểu đạt liên tục trong 12 tháng gần nhất cao hơn. Có thể thấy, những quy định trên khá bao quát và đảm bảo được các điều kiện để CTCK có thể thực hiện được hoạt động cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh. Tuy nhiên, các quy định về điều kiện này vẫn còn một vài điểm bất cập nhất định như sau:

Thứ nhất, việc đưa ra điều kiện CTCK phải được phép hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh mới có thể được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh là chưa hợp lý. Bởi lẽ, điểm a khoản 1 Điều 9 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP quy định: “CTCK được thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh của mình, khách hàng của mình và cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh cho thành viên không bù trừ và khách hàng của thành viên không bù trừ đó”. Điều đó có nghĩa là hoạt động này không chỉ cần thiết cho hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh mà cũng rất cần thiết khi CTCK thực hiện hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh. Bởi CTCK cũng rất cần phải thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh của chính CTCK

khi tự doanh chứng khoán phái sinh. Vậy vấn đề đặt ra, tại sao chỉ khi CTCK được phép hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh mới được cấp phép? Đây cũng chính là hạn chế trong quy định về điều kiện để trở thành thành viên giao dịch trên SGDCK đã được phân tích ở phần 2.2.

Thứ hai, quy định về hồ sơ đăng ký để được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh cũng chưa đảm bảo. Bởi lẽ, một trong các điều kiện để được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh là CTCK phải “đáp ứng yêu cầu về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro theo quy định của pháp luật về hoạt động của CTCK”, nhưng yêu cầu trong hồ sơ được quy định tại điểm d khoản 1 Điều 10 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP vẫn chưa đảm bảo để CTCK chứng minh nó thỏa mãn điều kiện đó như đã phân tích trong mục 2.1.

2. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về điều kiện cung ứng dịch vụ kinh doanh chứng khoán trên thị trường chứng khoán phái sinh

Với những bất cập và hạn chế được phân tích trên, hướng đến việc hoàn thiện các quy định pháp luật về việc cấp các giấy phép trong quá trình hoạt động trên thị trường chứng khoán phái sinh của CTCK, tác giả kiến nghị như sau:

Thứ nhất, pháp luật cần điều chỉnh quy định về vốn tối thiểu để CTCK được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh. Trong nội dung này, tác giả cho rằng nên chăng pháp luật áp dụng tư duy đã và đang được vận dụng tại Điều 175 Nghị định 155/2020/NĐ-CP. Theo đó, pháp luật quy định một mức vốn tối thiểu cho một nghiệp vụ của hoạt động chứng khoán phái sinh. Theo đó, nếu CTCK muốn xin phép tiến hành nhiều nghiệp vụ của hoạt động chứng khoán phái sinh thì mức vốn tối thiểu sẽ là tổng mức vốn của các nghiệp vụ chứng khoán phái sinh cộng với 250 tỷ. Con số này chứng minh CTCK đã có đủ điều kiện về vốn để xin cấp phép tiến hành cả bốn nghiệp vụ: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành và tư vấn đầu tư chứng khoán trên TTCK cơ sở, còn các nghiệp vụ của TTCKPS sẽ do Chính phủ xác định, cụ thể có thể là:

- Hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh: 10 tỷ đồng;
- Hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh: có vốn điều lệ, có vốn chủ sở hữu tối thiểu từ 440 tỷ đồng;
- Hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh: 200 tỷ đồng.

Việc áp dụng kiến nghị này sẽ đảm bảo các yếu tố sau: i) CTCK khi muốn thêm các nghiệp vụ phải tăng mức pháp định và ii) mức vốn pháp định của CTCK khi tiến hành nhiều nghiệp vụ phải là tổng mức vốn của từng nghiệp vụ cộng lại. Thực chất, đây không phải là tư duy mới mà

chính là cách tiếp cận đang được vận dụng để quy định mức vốn pháp định tại Điều 175 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP. Điều này tạo tính nhất quán trong pháp luật chứng khoán và tránh những hạn chế trong quy định mức vốn tối thiểu hiện nay của Nghị định số 158/2020/NĐ-CP hiện hành.

Thứ hai, cần thay đổi tư duy khi đưa ra điều kiện đáp ứng yêu cầu về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro cho hoạt động kinh doanh chứng khoán phái sinh của CTCK. Việc pháp luật đưa ra yêu cầu về tài liệu này tại điểm d khoản 1 Điều 10 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP để chứng minh CTCK đảm bảo điều kiện tại điểm g khoản 2 Điều 9 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP là chưa phù hợp, bởi điều kiện quy định điểm g khoản 2 Điều 9 Nghị định số 158/2020/NĐ-CP là khó chứng minh. Pháp luật cần thay đổi hướng tiếp cận trong quy định về điều kiện, cụ thể quy định “CTCK có quy trình kiểm soát nội bộ, quy trình quản trị rủi ro cho hoạt động các hoạt động giao dịch chứng khoán phái sinh và không bị xử phạt về hoạt động kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro đối với các hoạt động giao dịch chứng khoán phái sinh trong thời gian...”. Điều này sẽ mang lại hai lợi ích. Một là, tạo điều kiện cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) dễ dàng kiểm tra các điều kiện nhằm cấp giấy phép hoạt động chứng khoán phái sinh cho CTCK. UBCKNN chỉ cần rà soát hồ sơ xử phạt do mình quản lý là có thể biết CTCK có vi phạm về nội dung này hay không. Hai là, vẫn đảm bảo hoạt động kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro của CTCK là đúng quy định pháp luật và hiệu quả. Khi CTCK chứng minh được trong khoảng thời gian nhất định trong quá trình hoạt động mà CTCK không có sự vi phạm pháp luật trong hoạt động của mình, không rơi vào các trường hợp kiểm soát, vẫn đảm bảo được tỷ lệ vốn khả dụng đạt tối thiểu 260% liên tục trong 12 tháng gần nhất, điều đó cho thấy quy trình của CTCK là đảm bảo và hiệu quả.

Thứ ba, pháp luật cần đảm bảo hơn khả năng thực hiện hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh của CTCK. Khi tiến hành hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh, CTCK vẫn cần phải được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh và làm thành viên giao dịch trên SGDCK. Cho nên, cần phải thay đổi điều kiện cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh và làm thành viên giao dịch trên SGDCK theo hướng “CTCK được thực hiện hoạt động môi giới hoặc tự doanh chứng khoán phái sinh”. Quy định này giúp cho CTCK chỉ có hoạt động tự doanh chứng khoán phái sinh vẫn có thể được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh

toán giao dịch chứng khoán phái sinh và làm thành viên giao dịch trên SGĐCK để thực hiện hoạt động tự doanh của mình một cách có hiệu quả và không phụ thuộc chủ thể khác. Điều này không cần phải đòi hỏi CTCK muốn tự doanh chứng khoán phái sinh bắt buộc phải xin phép hoạt động môi giới, tư vấn đầu tư chứng khoán phái sinh, giúp CTCK giảm bớt áp lực về yêu cầu vốn cũng như có thể chỉ lựa chọn một mảng nghiệp vụ trong hoạt động chứng khoán phái sinh.

Tóm lại, TTCKPS đã mở ra một cơ chế phòng ngừa rủi ro cho nhà đầu tư khi tham gia đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên, những hạn chế, bất cập nhất định của pháp luật điều chỉnh vào hoạt động cấp phép cho các hoạt động của CTCK trên TTCKPS đã và đang làm cho vai trò và ý nghĩa của thị trường này chưa thể hiện đúng và trọn vẹn. Tác giả mong muốn rằng với việc chỉ ra những bất cập, hạn chế trên cũng như đóng góp một số kiến nghị góp phần hoàn thiện các quy định này và giúp cho TTCKPS ngày càng phát triển mạnh mẽ và hiệu quả, tạo điều kiện cho việc cung ứng dịch vụ hiệu quả, an toàn thu hút sự tham gia từ nhiều nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư nước ngoài, tăng tính thanh khoản và sự ổn định của TTCKPS.¹³ ●

Tài liệu tham khảo

- [1] Nguyễn Thị Kim Anh, “Phát triển các công cụ chứng khoán phái sinh ở Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính điện tử*, 2023, <https://tapchitaichinh.vn/phat-trien-cac-cong-cu-chung-khoan-phai-sinh-o-viet-nam.html>, truy cập ngày 11/11/2023 [trans: Nguyen Thi Kim Anh, “Developing derivative securities tools in Vietnam”, *Electronic Finance Magazine*, 2023]
- [2] Ryan Rasiah Gengatharen, “Regulatory Reform of the Australian Over-the-Counter Derivatives Market”, *Southern Cross University Law Review*, No. 2, 1998
- [3] Nguyễn Vinh Hưng, “Các loại hình chứng khoán phái sinh”, *Tạp chí Nghiên cứu lập pháp*, số 08(384), 2019 [trans: Nguyen Vinh Hung, “Types of derivative securities”, *Legislative Research*, No. 08(384), 2019]
- [4] K. Lannoo and A. Thomadakis, “Derivatives in Sustainable Finance”, *CEPSECM I Study*, Centre for European Policy Studies, 2020
- [5] Tô Thu Minh, “Thực trạng thị trường tài chính Việt Nam – Góc nhìn từ thị trường chứng khoán”, *Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ*, số 22, 2021 [trans: Tô Thu Minh, “Current situation of Vietnam’s financial market – Perspective from the stock market”, *Financial and Monetary Market Magazine*, No. 22, 2021]
- [6] Ngô Sỹ Nam, Nguyễn Thị Mai Huyền, “Triển vọng và thách thức phát triển thị trường chứng khoán phái sinh tại Việt Nam”, *Tạp chí Thị trường Tài chính tiền tệ*, số 10, 2022 [trans: Ngô Sỹ Nam, Nguyễn Thị Mai Huyền, “Prospects and challenges for developing the derivatives market in Vietnam”, *Financial and Monetary Market Magazine*, No. 10, 2022]

13 Nguyễn Thị Kim Anh, “Phát triển các công cụ chứng khoán phái sinh ở Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính điện tử*, 2023, <https://tapchitaichinh.vn/phat-trien-cac-cong-cu-chung-khoan-phai-sinh-o-viet-nam.html>, truy cập ngày 11/11/2023.