



Original Article

The Situation of Securities Market Supervision in Vietnam

Dao Thi Thu Trang*

VNU University of Economics and Business, 144 Xuan Thuy, Cau Giay, Hanoi, Vietnam

Received 04 October 2020

Revised 23 February 2021; Accepted 26 February 2021

Abstract: In order to ensure the transparency and efficiency as well as maintain the stability of the securities market, a supervision system needs to be established with the goal of detecting, preventing and handling violations of regulations and laws enacted by the state. In Vietnam, the State manages the securities market and assigns the securities market supervision task to the State Securities Commission (SSC). Recently, the SSC has implemented several supervision operations and obtained certain results. However, it is indicated that the number of violations in securities markets is tending to increase. Reports on stability and risk identification are not yet available or clear. Some reasons come from the limitations of the market supervision system. The research results presented in this paper therefore serve as a basis for the proposal of solutions to strengthen the supervision system of Vietnam's securities markets so as to achieve targets set for the coming time.

Keywords: Securities market supervision, violation of the securities market, State Securities Commission, Vietnamese securities market.

* Corresponding author.

E-mail address: daothutrang.pd@gmail.com

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4445>

Thực trạng hoạt động giám sát thị trường chứng khoán ở Việt Nam

Đào Thị Thu Trang*

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 04 tháng 10 năm 2020

Chỉnh sửa ngày 23 tháng 02 năm 2021; Chấp nhận đăng ngày 26 tháng 02 năm 2021

Tóm tắt: Để đảm bảo tính minh bạch, hiệu quả cũng như duy trì sự ổn định của thị trường chứng khoán (TTCK), chế độ giám sát cần phải được thiết lập với mục tiêu phát hiện, ngăn ngừa, xử lý việc vi phạm các quy định, pháp luật mà nhà nước ban hành. Ở Việt Nam, Nhà nước quản lý TTCK và giao nhiệm vụ giám sát thị trường cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN). Thời gian qua, UBCKNN đã triển khai nhiều nghiệp vụ giám sát và đạt được những kết quả nhất định. Tuy nhiên, kết quả giám sát cũng cho thấy số lượng vi phạm trên TTCK có xu hướng tăng, các báo cáo về tính ổn định và nhận diện rủi ro chưa có hoặc chưa rõ ràng. Một số nguyên nhân chính đến từ sự hạn chế của hệ thống giám sát thị trường, do đó kết quả nghiên cứu trình bày trong bài viết này là cơ sở để đề xuất các giải pháp hoàn thiện hệ thống giám sát TTCK Việt Nam nhằm đạt được mục tiêu đặt ra trong thời gian tới.

Từ khóa: Giám sát thị trường chứng khoán, vi phạm thị trường chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, thị trường chứng khoán Việt Nam.

1. Đặt vấn đề

Sau hơn 20 năm, TTCK Việt Nam đã có bước phát triển nhanh chóng cả về quy mô và chất lượng, ngày càng trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế, góp phần hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường, đóng góp tích cực cho tăng trưởng và hội nhập kinh tế. Thể chế thị trường bậc cao được xây dựng và phát triển phù hợp với trình độ phát triển của Việt Nam đồng thời từng bước tiếp cận các chuẩn mực quốc tế và hội nhập quốc tế; hệ thống khung khổ pháp lý, cơ chế chính sách phù hợp được xây dựng và hoàn thiện phù hợp với điều kiện, trình độ phát triển của đất nước, bảo đảm thị trường hoạt động thông suốt, an toàn, công bằng, công khai, minh bạch và hiệu quả. Cũng như các thị trường mới phát triển khác, TTCK chịu ảnh hưởng bởi tình trạng kém minh bạch (thông tin không đầy đủ và kịp thời, khó tiếp cận, hoạt động nội gián, thao túng thị trường,...) tạo

những biến động thất thường [2]. Để bảo đảm tính minh bạch của TTCK, cần thiết lập chế độ giám sát hiệu quả với mục tiêu phát hiện, ngăn ngừa và xử lý vi phạm các quy định nói chung, quy định về công khai minh bạch nói riêng và duy trì sự ổn định trên TTCK [3]. Chủ thể hoạt động giám sát TTCK Việt Nam được giao cho UBCKNN. Trong nghiên cứu này, tác giả tập trung phân tích thực trạng giám sát TTCK để tìm ra các vấn đề bất cập hiện nay.

2. Phương pháp nghiên cứu

2.1. Khung phân tích

Nghiên cứu dựa trên khung phân tích thực trạng hoạt động giám sát TTCK Việt Nam của UBCKNN. Các số liệu thu thập được để mô tả kết quả giám sát TTCK giai đoạn 2013-2019, từ đó chỉ ra các vấn đề mà TTCK đối mặt cũng như các nguyên nhân gây ra vấn đề đó. Kết quả nghiên cứu là đề xuất giải pháp hoàn thiện hệ thống giám sát, góp phần tăng hiệu quả giám sát và duy trì sự ổn định của TTCK Việt Nam.

* Tác giả liên hệ.

Địa chỉ email: daothutrang.pd@gmail.com

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4445>

2.2. Phương pháp tiếp cận nghiên cứu

Nghiên cứu được tiếp cận theo phương pháp định tính, sử dụng dữ liệu mô tả để đưa ra các nhận định, phân tích và tìm ra hướng giải quyết vấn đề hiện nay của hệ thống giám sát TTCK ở Việt Nam. Ngoài ra, tác giả sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu cụ thể khác như: phân tích, tổng hợp, so sánh, thống kê mô tả.

2.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ các tài liệu được công bố chính thức bởi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, thống kê thị trường, các công trình nghiên cứu về TTCK Việt Nam và các công bố có giá trị khác. Tuy nhiên, để làm rõ hơn nguyên nhân của các vấn đề mà hoạt động giám sát TTCK Việt Nam phải đối mặt, nghiên cứu thực hiện phỏng vấn 4 chuyên gia trong giai đoạn nghiên cứu.

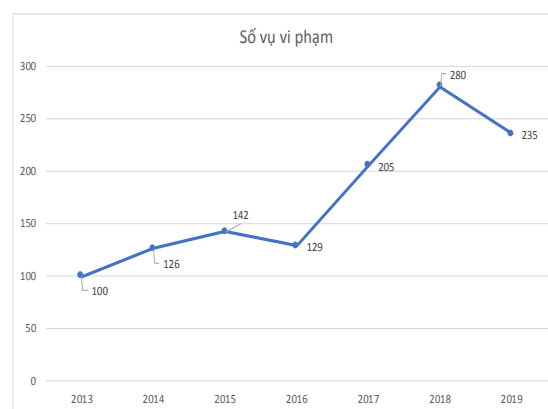
3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Thực trạng hoạt động giám sát thị trường chứng khoán Việt Nam

Hệ thống giám sát TTCK Việt Nam đã bước đầu thực hiện đầy đủ trách nhiệm như ban hành các quy định về giám sát, xây dựng và triển khai hoạt động giám sát các giao dịch và công bố thông tin (CBTT) trên thị trường [4]. Thông qua dữ liệu giao dịch chứng khoán hàng ngày và báo cáo do Sở Giao dịch Chứng khoán (SGDCK) và Trung tâm Lưu ký Chứng khoán (VSD) định kỳ thực hiện, UBCKNN đã phối hợp chặt chẽ với các đơn vị để phát hiện và xử lý kịp thời các hành vi vi phạm, các dấu hiệu bất thường và đưa ra một số cảnh báo sớm đối với thị trường [6].

Hoạt động giám sát TTCK luôn được thực hiện nên số vụ vi phạm được xử lý trong giai đoạn 2013-2016 không có nhiều biến động. Năm 2017, Bộ Tài chính có hướng dẫn mới về giám sát giao dịch trên TTCK cũng như bổ sung nhiều chế tài xử lý vi phạm thì công tác giám sát trở nên chặt chẽ hơn [1], số vụ vi phạm được phát hiện năm 2017 tăng lên 205 vụ (gấp đôi năm 2013). Xem xét số vụ vi phạm

năm 2013 (đánh dấu sự thay đổi lớn về quy định giám sát TTCK) và năm 2017 (hướng dẫn mới về công tác giám sát TTCK) có thể thấy, năm 2013 có 16% vụ vi phạm từ các công ty chứng khoán, 57% từ các công ty niêm yết (CTNY) và 27% từ phía cá nhân tham gia thị trường. Nhưng đến năm 2017, số vụ vi phạm của cá nhân và CTNY lại tăng (Bảng 1).



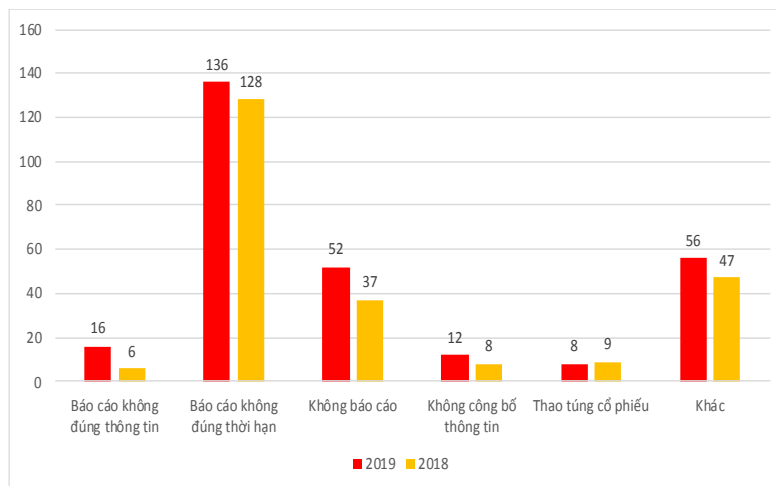
Hình 1. Tổng số vi phạm trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2013-2019.
Nguồn: Tổng hợp theo UBCKNN [7].

Theo hướng dẫn mới về công tác giám sát TTCK, trong 3 năm 2017–2019, số vụ vi phạm có sự biến động khá nhiều. Năm 2017, UBCKNN đã phát hiện 205 vụ vi phạm, năm 2018 tăng lên 280 vụ, nhưng đến năm 2019 lại giảm chỉ còn 235 vụ. Tỷ lệ vi phạm của các công ty chứng khoán giảm từ 6,83% năm 2017 xuống còn 5,96% năm 2019 mặc dù số vụ vi phạm của các công ty chứng khoán gần như không có sự thay đổi theo các năm. Trong khi đó, vi phạm của cá nhân có xu hướng tăng. Năm 2017, tỷ lệ vi phạm của cá nhân là 33,17%, năm 2018 tăng lên 43,57% và 2019 là 42,98%. Đối với các CTNY, tỷ lệ vi phạm luôn lớn nhất. Năm 2017 có 123 vụ vi phạm (chiếm 60% tổng số), năm 2018 đã tăng lên 142 vụ (dù tỷ lệ giảm còn 50,71% trong tổng số), năm 2019 số vụ vi phạm giảm một chút còn 120 vụ (chiếm 51,06% tổng số). Cùng với rất nhiều quy định mới về giám sát áp dụng năm 2019, có thể thấy, các CTNY trên TTCK đã có ý thức lớn hơn trong việc giảm số vi phạm và góp phần minh bạch hóa trên thị trường (giảm số vi phạm là 22 vụ so với 2018) (Bảng 1).

Bảng 1. Thống kê số vụ vi phạm theo các đối tượng tham gia thị trường

	2013	Tỷ lệ	2017	Tỷ lệ	2018	Tỷ lệ	2019	Tỷ lệ
Cá nhân	27	27,00%	68	33,17%	122	43,57%	101	42,98%
CTNY	57	57,00%	123	60,00%	142	50,71%	120	51,06%
CTCK	16	16,00%	14	6,83%	16	5,71%	14	5,96%
Tổng	100	100%	205	100%	280	100%	235	100%

Nguồn: Tổng hợp theo UBCKNN [7].



Hình 2. Thống kê lỗi vi phạm trên TTCK Việt Nam năm 2018-2019.

Nguồn: Tổng hợp theo UBCKNN [7].

Ở Việt Nam, phần lớn các vi phạm được phát hiện đều liên quan tới CBTT [5]. Tuy nhiên, xem xét hai năm 2018 và 2019, khoảng hơn 50% số vụ vi phạm trên TTCK là báo cáo không đúng thời hạn. Mặc dù hệ thống thông tin báo cáo đã được cải thiện khá tốt về chất lượng, việc tiếp cận, thực hiện báo cáo trực tuyến trở nên dễ dàng hơn nhưng số vụ vi phạm không thực hiện báo cáo khá lớn, chiếm đến hơn 15%, trong khi báo cáo không đúng thông tin chỉ chiếm hơn 2% số vụ vi phạm.

Năm 2019 là năm có những thay đổi về hướng dẫn giám sát trên TTCK khi Luật Chứng khoán sửa đổi được ban hành [1]. Các văn bản hợp nhất được ra đời để làm tăng tính hiệu quả của các hoạt động giám sát. Số vi phạm trong năm cũng có dấu hiệu giảm. Vấn đề về báo cáo không đúng thời hạn cũng cần phải được rà soát và khắc phục trong thời gian tới không chỉ ở những người tham gia trên TTCK mà cả ở các cơ quan quản lý từ cách thức thông báo, tiếp

cận hệ thống khai báo tới phương thức giám sát trên thị trường.

Từ năm 2018, UBCKNN không công bố số liệu liên quan đến các lỗi vi phạm như giao dịch không đúng, vi phạm quy định quản trị công ty,... Xem xét chi tiết các lỗi ở hai dấu mốc quan trọng là năm 2013 và 2017 (thời điểm trước và sau khi có sự thay đổi lớn về quy định giám sát) thì lỗi chiếm tỷ lệ nhiều nhất là các CTNY đã CBTT không đúng thời gian quy định (chậm CBTT) (tương tự hai năm 2018-2019).

Năm 2013, tỷ lệ các vi phạm này chiếm 41,94% và năm 2017 giảm còn 34,51%. Số vụ CBTT sai lệch không lớn (chiếm 3,23% năm 2013 và 5,63% năm 2017). Việc không CBTT theo yêu cầu cũng chiếm tỷ lệ khá lớn vào năm 2013 là 19,35% và đến năm 2017 đã giảm còn 11,27%. Vi phạm không nộp hoặc nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng sai thời gian quy định năm 2013 chỉ chiếm 8,06% nhưng năm

2017 lại tăng lên tới 26,76%. Vi phạm các quy định trong giao dịch của các CTNY cũng nhiều hơn vào năm 2017 (Bảng 2). UBCKNN đã có nhiều hình thức xử lý khác nhau như nhắc nhở, cảnh cáo, xử phạt với các trường hợp vi phạm pháp luật trên TTCK. Những vi phạm về CBTT giảm là cơ sở tăng tính minh bạch của thị

trường bởi TTCK luôn đòi hỏi thông tin cung cấp phải đầy đủ, cân xứng và công khai hóa. Như vậy, công tác giám sát TTCK được thực hiện liên tục và chặt chẽ trong giai đoạn vừa qua đã có tác động tích cực làm giảm các vi phạm về CBTT trên thị trường.

Bảng 2. Thống kê các lỗi vi phạm của CTNY tham gia TTCK

Nội dung	2013		2017		2018		2019	
	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ
CBTT không đúng thời gian quy định	24	41,94%	38	34,51%	68	47,89%	53	44,17%
Báo cáo không đúng thời gian thay đổi lượng cổ phiếu	3	4,84%	3	2,11%				
CBTT sai lệch	2	3,23%	8	5,63%	7	4,93%	5	4,17%
Không giải tỏa số tiền chào bán		0,00%	1	0,70%				
Không CBTT theo yêu cầu pháp luật	9	19,35%	14	11,27%	11	7,75%	8	6,67%
Giao dịch không đúng thời gian đăng ký		0,00%	3	2,11%	N/a*		N/a	
Vi phạm quy định quản trị công ty	3	4,84%	8	5,63%	N/a		N/a	
Không đăng ký chào mua/bán công khai	3	4,84%	9	6,34%	N/a		N/a	
Không nộp hoặc nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng sai thời gian quy định	5	8,06%	32	26,76%	N/a		N/a	
Vi phạm quy định giao dịch	1	1,61%	7	4,93%	N/a		N/a	
Không báo cáo giao dịch	4	6,45%		0,00%	12	8,45%	16	13,33%
Khác	3	4,84%		0,00%	44	30,99%	38	31,67%
Tổng	57	100%	123	100%	142	100%	120	100%

Nguồn: Tổng hợp theo UBCKNN [7].

Năm 2018, số lượng CTNY vi phạm cao hơn năm 2017, trong đó tập trung chủ yếu là vi phạm về CBTT không đúng thời gian quy định (chiếm 47,89%). CBTT sai lệch giảm xuống còn 4,93%. Lỗi không công bố thông tin cũng giảm từ 14 vụ năm 2017 xuống còn 11 vụ năm 2018. Nhưng lỗi không báo cáo giao dịch lại lớn (chiếm 8,45% tổng số vi phạm). Năm 2019, số vụ vi phạm của CTNY giảm 22 vụ so với 2018. Trong đó, cũng giống năm 2018, vi phạm

CBTT không đúng thời gian quy định cũng chiếm tỷ lệ cao nhất là 44,17%. Vi phạm công bố thông tin sai lệch có giảm một chút so với 2018 là 4,17%. Tuy nhiên, số vụ vi phạm do không báo cáo giao dịch lại tăng cao tới 16 vụ (cao nhất trong tất cả các năm), chiếm đến 13,33% tổng số vụ vi phạm (Bảng 2). Như vậy, nhìn chung trong giai đoạn 2017-2019, vi phạm của các CTNY không được cải thiện nhiều. Các lỗi vi phạm chiếm tỷ lệ khá tương đồng. Điều

này cho thấy hoạt động giám sát những năm gần đây không có sự thay đổi nhiều về nội dung và phương thức.

Bên cạnh đó, công tác giám sát TTCK còn ngăn chặn các hành vi giao dịch nội bộ, thao

túng giá trên thị trường thông qua công tác kiểm tra sâu đối với các giao dịch chứng khoán có dấu hiệu bất thường ở một số công ty chứng khoán hoặc tổ chức niêm yết hay cá nhân tham gia trên thị trường.

Bảng 3. Thống kê các lỗi vi phạm của cá nhân tham gia TTCK

Nội dung	2013		2017		2018		2019	
	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ	Số lượng	Tỷ lệ
Báo cáo không đúng thời gian quy định	6	22,22%	29	50,00%	58	47,54%	65	64,36%
Báo cáo không đúng thông tin		0,00%	19	24,36%	9	7,38%	1	0,99%
Thao túng chứng khoán	6	22,22%	6	7,69%	8	6,56%	9	8,91%
Giao dịch trước khi mở bán chứng khoán		0,00%	3	3,85%				
Không báo cáo giao dịch	9	33,33%	6	7,69%	34	27,87%	17	16,83%
Giao dịch sai thời gian đăng ký		0,00%	3	3,85%				
Không công bố thông tin	1	3,70%	2	2,56%	1	0,82%	0	0,00%
Khác	5	18,52%	0	0,00%	12	9,84%	9	8,91%
Tổng	27	100%	68	100%	122	100%	101	100%

Nguồn: Tổng hợp theo UBCKNN [http://www.ssc.gov.vn/\(2020\)](http://www.ssc.gov.vn/(2020)).

Xem xét các vi phạm cá nhân, tỷ lệ số vụ vi phạm do thao túng thị trường năm 2013 chiếm 22,22% thì năm 2017 chỉ còn 7,69%. Hầu hết vi phạm là do chậm báo cáo thời gian dự kiến giao dịch hoặc kết quả giao dịch. Lỗi không báo cáo giao dịch năm 2013 khá lớn (chiếm 33,33%) nhưng đến năm 2017 chỉ còn 7,69%. Tuy nhiên, chậm báo cáo về thay đổi lượng cổ phiếu sở hữu vẫn chiếm tỷ lệ cao (Bảng 3).

Số vi phạm của cá nhân trên TTCK năm 2018 và 2019 cũng cao hơn nhiều so với 2017 và 2013. Cao nhất là năm 2018 với 122 vụ. Trong đó, báo cáo không đúng thời gian quy định cũng chiếm tỷ lệ số vụ vi phạm lớn nhất cả ở năm 2018 và 2019. Thậm chí, năm 2019 còn tăng từ 58 lên tới 65 vụ. Tuy nhiên, báo cáo không đúng thông tin năm 2018 là 9 vụ thì đến năm 2019 chỉ còn 1 vụ. Số vụ thao túng TTCK năm 2018 và 2019 khá giống nhau và cao hơn hai năm 2013 và 2017. Lỗi không báo cáo giao dịch cũng chiếm tỷ lệ lớn (27,87% năm 2018 và 16,83% năm 2019). Như vậy, thống kê cho thấy việc xử lý vi phạm trong giao dịch chứng khoán của các cơ quan quản lý, giám sát TTCK đã

nâng cao ý thức tuân thủ pháp luật của các chủ thể tham gia thị trường, từ đó tăng cường tính minh bạch, công bằng của TTCK.

Tóm lại, hệ thống giám sát TTCK Việt Nam được đánh giá là có khả năng nhất định trong việc phát hiện, xử lý các hành vi vi phạm nhằm đảm bảo tính tuân thủ, công bằng, minh bạch trên TTTC, “bước đầu có khả năng cảnh báo kịp thời khi nhận thấy những rủi ro tiềm tàng của TTCK và ngăn chặn thành công những dấu hiệu của khủng hoảng; đưa ra những khuyến nghị về mặt chính sách trong quản lý TTCK để cơ quan quản lý có thể kịp thời đưa ra biện pháp điều chỉnh hoặc can thiệp phù hợp” [2].

3.2. Đánh giá về hoạt động giám sát thị trường chứng khoán ở Việt Nam

Hoạt động giám sát TTCK đã mang lại hiệu quả nhất định, giữ đúng vai trò phát hiện, ngăn ngừa các vi phạm nhằm lành mạnh hóa thị trường. Tuy nhiên, trên thực tế, hoạt động giám sát TTCK gặp nhiều hạn chế. Cụ thể:

Thứ nhất, các rủi ro hệ thống ngày càng tinh vi: Do không có sự phối kết hợp giữa các

cơ quan giám sát chuyên ngành trong lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán nên chưa thể xây dựng một bản báo cáo tổng thể về phân tích sự ổn định tài chính. Tại Việt Nam, việc đưa ra các cảnh báo để nhận diện và phòng tránh các rủi ro tiềm tàng cũng như rủi ro hệ thống còn rất sơ khai [5]. Điều này tạo cơ hội cho các chủ thể tham gia TTCK dễ dàng tìm ra cách thức “lách luật” và thực hiện các hành vi vi phạm tinh vi hơn, gây ảnh hưởng tiêu cực tới tính minh bạch của thị trường.

Thứ hai, những vi phạm trên TTCK vẫn còn tồn tại và ngày càng tăng: Trong những năm qua, các vi phạm về tuân thủ quy định của pháp luật trên TTCK chủ yếu ở việc CBTT. Các vi phạm khác rất ít được phát hiện hoặc phát hiện không kịp thời, không chính xác. Các vi phạm về quy trình giao dịch hay CBTT cũng mới chỉ được đưa ra dựa vào báo cáo của các thành viên thị trường hoặc đơn thư khiếu nại, chứ không phải trong hoạt động của các cơ quan giám sát TTCK, đặc biệt ở các sở giao dịch.

Thứ ba, thị trường vẫn còn những bất ổn chưa được giải quyết: Hiện nay, hệ thống giám sát tài chính nói chung và giám sát TTCK nói riêng gặp khó khăn trong việc giám sát các sản phẩm tài chính theo xu hướng tích hợp [6]. Việc thiếu cơ chế phối hợp và sự phân định rõ ràng về phạm vi giám sát giữa các cơ quan giám sát chuyên ngành đã dẫn đến hiện tượng giám sát trùng lặp hoặc không giám sát hết các hoạt động của các tổ chức cung cấp nhiều sản phẩm chéo giữa các lĩnh vực. Điều này dẫn đến việc các công ty chứng khoán, CTNY có thể phải báo cáo nhiều lần khi đối mặt với sự giám sát chồng chéo mất nhiều thời gian. Thậm chí, các cơ quan giám sát có thể đưa ra các nhận định không thống nhất về thị trường dẫn đến những bất ổn không cần thiết.

Nguyên nhân của những hạn chế trên:

Thứ nhất, khung khổ pháp lý về giám sát vẫn còn bất cập: Các văn bản quy phạm pháp luật được xây dựng và ban hành tương đối chậm so với tốc độ phát triển của thị trường. Ví dụ, việc ban hành các văn bản quy định về hoạt động TTCK phái sinh chưa kịp thời đáp ứng yêu cầu của thị trường. Hiện nay, UBCKNN vẫn chưa chấp thuận giảm thời gian giao dịch từ

T+2 xuống T+0 như các thị trường phát triển ở phương Tây. Hệ thống luật pháp chưa quy định cụ thể các khu vực TTCK cơ sở (cổ phiếu, trái phiếu) và TTCK phái sinh. Thẩm quyền của SGDCK trong việc giám sát đối với thành viên thị trường, giám sát giao dịch chưa được quy định rõ. Mô hình quản trị đối với sở giao dịch chưa thống nhất với Luật Doanh nghiệp. Chưa quy định về bù trừ, thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh, cơ chế quản trị rủi ro, cung cấp dịch vụ cho các giao dịch xuyên biên giới,...; mô hình quản trị của VSD chưa thống nhất với Luật Doanh nghiệp.

Hệ thống các văn bản pháp quy chưa thật sự liên kết giữa các chế tài xử lý về dân sự, hình sự với các hành vi vi phạm trong hoạt động trên TTCK để tạo ra một môi trường tài chính trong sạch, tạo lòng tin cho nhà đầu tư. Các hành vi vi phạm trên TTCK cũng phải coi là hành vi gây tổn hại cho xã hội và phải được xử lý nghiêm minh nhằm tạo sự răn đe. Cùng với đó, hệ thống các chính sách về thuế, phí, lệ phí đối với hoạt động chứng khoán chưa được xây dựng theo hướng khuyến khích đầu tư dài hạn, hạn chế đầu cơ, điều tiết lợi nhuận thu được do kinh doanh chứng khoán. Thuế, phí, lệ phí chưa góp phần giám sát hiệu quả hoạt động của TTCK và từng đối tượng, thành viên tham gia thị trường (bao gồm cả các nhà đầu tư trong và ngoài nước). Chế tài xử phạt về thao túng giá cổ phiếu niêm yết vẫn còn khá mỏng, khoảng thời gian từ lúc kết thúc hành vi thao túng đến lúc bị xử phạt khá lâu.

Theo chuyên gia, TS. Trần Văn Anh: “Để UBCKNN có thể tăng cường kiểm tra, giám sát tính minh bạch các thông tin trong báo cáo tài chính của các công ty đại chúng, cần thiết phải có quy định thống nhất về sử dụng vốn, công bố thông tin, quản trị công ty. Đặc biệt, chuẩn mực kế toán quốc tế nên được xem xét áp dụng trong các báo cáo tài chính tại Việt Nam”.

Việc thực hiện cơ chế một giấy phép đối với tổ chức kinh doanh chứng khoán (vừa là giấy phép thành lập và hoạt động, vừa là giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh) tạo điều kiện giảm bớt thủ tục hành chính, tuy nhiên thực tế đã phát sinh bất cập trong việc tái cấu trúc công ty, đặc biệt là việc giải thể doanh nghiệp. Ngoài

ra, vai trò giám sát của tổ chức kinh doanh chứng khoán đối với khách hàng về việc bảo đảm tuân thủ pháp luật chưa được đề cập.

Những bất cập nêu trên phần nào đã được khắc phục trong Luật Chứng khoán 2019 với nhiều điểm mới mang tính đột phá như: Nâng điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng; nâng cao chất lượng báo cáo tài chính; đổi mới cơ chế đăng ký doanh nghiệp; tăng cường minh bạch thông tin; thống nhất một SGDCK; trao thêm thẩm quyền cho UBCKNN; tăng chế tài xử lý vi phạm,... Với những sửa đổi mang tính đột phá, Luật Chứng khoán được kỳ vọng nâng tầm TTCK Việt Nam, đáp ứng yêu cầu phát triển và hội nhập kinh tế quốc tế của nước ta.

Thứ hai, mô hình giám sát TTCK chưa hoàn thiện: Hoạt động giám sát TTCK khá phức tạp và liên quan tới nhiều cơ quan, đơn vị. Trong khi đó, mô hình giám sát giao dịch chứng khoán chưa được xác lập rõ ràng. Việc giám sát các giao dịch chứng khoán được giao cho nhiều cơ quan, trực tiếp là UBCKNN và các tổ chức tự quản, gián tiếp và giám sát mang tính chung hơn là Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (UBGSTCQG). Trong mô hình giám sát TTCK không thể không có ủy ban này với chức năng giúp Thủ tướng Chính phủ giám sát chung thị trường tài chính quốc gia, bao gồm TTCK, thông qua hoạt động giám sát từ xa và thực hiện độc lập đảm bảo nguyên tắc không làm thay chức năng, nhiệm vụ của UBCKNN. Tuy nhiên, vị trí pháp lý của UBGSTCQG chưa tương xứng với kỳ vọng của Nhà nước khi xây dựng cơ quan giám sát tài chính quốc gia. Thực tế, UBGSTCQG không đủ các công cụ thực hiện giám sát tài chính nói chung và TTCK nói riêng cũng như không có thực quyền trong việc giám sát [5]. Bên cạnh đó, các quy định về tổ chức và hoạt động UBGSTCQG thiếu cơ chế phối hợp, chia sẻ thông tin giám sát giữa UBGSTCQG với các cơ quan giám sát chuyên ngành, thiếu các điều kiện đảm bảo trong khi nhận trách nhiệm tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ về cơ chế hoạt động trong các mối quan hệ với cơ quan quản lý, giám sát TTTC nói chung và TTCK nói riêng.

Theo “Quy chế 127/QĐ-BTC về giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK”, UBCKNN

vừa giám sát SGDCK vừa thực hiện giám sát các hoạt động giao dịch trên thị trường. Chức năng giám sát được giao cho nhiều đơn vị và sự phối hợp vẫn còn chưa đạt hiệu quả. Đặc biệt, cấp tự giám sát của các doanh nghiệp tham gia trên TTCK chưa được thực hiện.

Đội ngũ cán bộ làm công tác giám sát còn mỏng, thiếu kinh nghiệm. Hoạt động giao dịch trên TTCK thường diễn ra nhanh và phức tạp. Cùng với sự hỗ trợ của công nghệ thông tin hiện đại, các hoạt động trên thị trường này càng trở nên tinh vi. Bất kỳ giai đoạn nào của giao dịch cũng có thể phát sinh sai phạm nên yêu cầu việc giám sát phải thực hiện thường xuyên, liên tục. Người giám sát phải có trình độ chuyên môn nhất định, biết sử dụng công nghệ hiện đại để hỗ trợ công tác giám sát. Tuy nhiên, TTCK vẫn còn khá mới mẻ ở Việt Nam, sự phát triển của hệ thống giám sát chưa theo kịp được sự phát triển của thị trường trước ảnh hưởng của hội nhập quốc tế. Đây là nguyên nhân khiến cho nhiều sai phạm chưa được phát hiện, ngăn chặn và xử lý kịp thời, gây ảnh hưởng tới tính minh bạch của TTCK.

Xuất phát từ việc mô hình giám sát còn chưa được tổ chức chặt chẽ, thực tế công tác giám sát của UBCKNN chủ yếu vẫn dựa vào các báo cáo định kỳ và bất thường, mang tính hành chính của SGDCK. Các vi phạm xử lý cũng chỉ tập trung ở chế độ CBTT, còn những hành vi vi phạm tinh vi hơn như thao túng giá cả, thị trường thì gần như chưa phát hiện được [6].

Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán là một tổ chức tự quản liên quan đến các giao dịch chứng khoán trên TTCK Việt Nam nhưng lại chưa được xác định chức năng nhiệm vụ của một chủ thể giám sát trên thị trường. Hiệp hội cũng chưa thực hiện được chức năng ban hành quy chế tự quản trên cơ sở đồng thuận của các thành viên, các quy định về chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp, giám sát tuân thủ pháp luật của các thành viên thị trường.

Phòng vấn sâu chuyên gia, bà Vũ Thị Chân Phương (UBCKNN) cho rằng “hiện nay TTCK Việt Nam đang được giám sát theo hai cấp là tại SGDCK và UBCKNN. Riêng UBGSTCQG không trực tiếp giám sát và không coi là một

cấp giám sát. Cần thiết phải bổ sung thêm cấp giám sát thứ ba là công ty chứng khoán. Theo đó, tại công ty chứng khoán, khi cung cấp dịch vụ, phát hiện giao dịch bất thường phải báo cáo SGDCK. Đây là thông lệ quốc tế mà tất cả các nước ASEAN, các nước phát triển, Liên minh Châu Âu áp dụng”. Đây vừa là đánh giá về hạn chế của mô hình giám sát, vừa là gợi ý về giải pháp hoàn thiện hoạt động giám sát để nâng cao tính minh bạch của TTCK.

Thứ ba, nội dung giám sát còn khá phân tán: Hoạt động giám sát mới tập trung vào giám sát giao dịch và giám sát CBTT. Các hoạt động giám sát quản trị công ty chưa chặt chẽ và thường xuyên. Hiện nay, nhiều CTNY chưa xây dựng hệ thống quản trị công ty đúng chuẩn mực quy định nhưng không được coi là vấn đề nghiêm trọng phải xử lý ngay trong các báo cáo giám sát. Các báo cáo quản trị công ty để đảm bảo quyền lợi của cổ đông không được yêu cầu bắt buộc. Bộ quy tắc ứng xử và đạo đức trong doanh nghiệp cũng chưa được xây dựng làm căn cứ cho giám sát quản trị công ty.

Công tác giám sát tại UBCKNN mới dựa trên các báo cáo định kỳ và bất thường mang tính hành chính của SGDCK và VSD, đồng thời chỉ xử lý những vi phạm đơn giản. Các vi phạm tinh vi thì chậm phát hiện. Kinh phí đầu tư cho giám sát trên TTCK vẫn còn khá hạn chế.

Các quy định và thực thi về giám sát CBTT vẫn còn thiếu. Các quy định CBTT các thành viên của hội đồng quản trị, công ty kiểm soát, các cuộc họp cổ đông cũng không được quy định công bố. Hệ thống cơ sở dữ liệu của CTNY khi CBTT còn hạn chế khiến cho các nhà đầu tư khó nghiên cứu để ra quyết định. Các cơ quan chức năng khi giám sát nội dung CBTT cũng ở mức độ đơn giản. Việc giám sát quá trình CBTT của CTNY chưa được rõ ràng và cụ thể, mới thực hiện ở hình thức mà chưa đi sâu vào nội dung.

Theo chuyên gia, TS. Lê Trung Thành: “Hiện nay, TTCK có nhiều vấn đề mới như tăng vốn ảo, sử dụng vốn sai mục đích, báo cáo tài chính không chuẩn xác,... Đó là do nội dung giám sát trước đây đã trở nên lỗi thời. Cần thiết phải tăng cường kiểm tra chất lượng báo cáo tài chính và hoạt động kiểm toán, bổ sung các tiêu

chí về quản trị công ty, tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng, tỷ lệ trên quy mô đối với điều kiện phát hành, niêm yết chứng khoán, đồng thời tăng cường giám sát các hoạt động huy động vốn và sử dụng vốn”.

Thứ tư, phương thức giám sát chưa hiện đại: Các phương thức giám sát chưa đa dạng, phong phú để kết hợp mang lại hiệu quả cao khi thực thi giám sát TTCK. Hiện nay, phương thức giám sát thông qua cấp phép tham gia thị trường hay xây dựng tiêu chuẩn, điều kiện bắt buộc khi hoạt động trên TTCK đã trở nên đơn giản, cần phải tăng cường các phương thức giám sát mang tính hiện đại hơn.

Phần mềm quản lý, giám sát TTCK MSS chưa thay đổi kịp theo sự phát triển của thị trường. Mặc dù phần mềm MSS đã giúp hệ thống giám sát TTCK làm việc hiệu quả hơn nhưng giai đoạn hiện nay, nó cần phải được nâng cấp để đáp ứng tốt hơn nhu cầu của cơ quan quản lý. Với sự phát triển quá nhanh của TTCK kèm theo những vi phạm ngày càng tinh vi hơn, đòi hỏi hệ thống MSS phải được đánh giá, điều chỉnh thường xuyên. Đây cũng là một khó khăn lớn đối với các cơ quan giám sát TTCK Việt Nam. Khi các chủ thể tham gia TTCK đã hiểu được hoạt động của hệ thống MSS thì có thể tìm cách “lách luật” hay thực hiện những vi phạm tinh vi hơn. Do đó, việc cập nhật phần mềm MSS chậm gây ảnh hưởng không tốt tới tính minh bạch của TTCK [4].

Phong vấn sâu chuyên gia, ông Phạm Hồng Sơn cho rằng với sự phát triển nhanh chóng của công nghệ 4.0 thì cần nâng cấp hệ thống công nghệ thông tin phục vụ công tác giám sát TTCK, chuyển việc giám sát bằng các phần mềm phân tích đánh giá, giám sát qua mạng để nhanh chóng phát hiện ra vấn đề trên TTCK bởi hầu hết các giao dịch hiện nay là trực tuyến”.

Thứ năm, quy trình thực hiện và phối hợp giám sát của các cơ quan, đơn vị liên quan, đặc biệt với các tổ chức quốc tế vẫn còn hạn chế. Do các hoạt động trên TTCK liên quan đến nhiều đơn vị trong và ngoài UBCKNN, trong khi đó việc phối hợp giữa các cơ quan, đơn vị chưa tốt nên tiến độ thực hiện một số việc có liên quan chưa được kịp thời. Điều này ảnh hưởng không nhỏ tới việc phát hiện, xử lý vi

phạm hoặc việc công khai, minh bạch thông tin trên thị trường.

4. Giải pháp hoàn thiện hoạt động giám sát thị trường chứng khoán Việt Nam

4.1. Hoàn thiện khung khổ pháp lý về giám sát thị trường chứng khoán

Thứ nhất, sửa đổi, bổ sung và hoàn thiện các quy định của pháp luật về giám sát thị trường chứng khoán. UBCKNN cần xây dựng các tiêu chí giám sát để trình Bộ Tài chính và Chính phủ phê duyệt và ban hành như: xây dựng khung pháp lý cho hoạt động của thị trường dành cho các công ty đại chúng chưa niêm yết; quy chế tổ chức, hoạt động của công ty đầu tư chứng khoán phát hành riêng lẻ; quy chế tổ chức hoạt động của quỹ đầu tư dạng mở,... [5]. Bên cạnh đó, cần nghiên cứu, áp dụng các quy định về việc chào mua công khai, mở nhiều tài khoản giao dịch, mua bán chứng khoán trong cùng phiên giao dịch, giao dịch ký quỹ, xây dựng quy định về quản trị công ty, triển khai việc quản lý tiền giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư tại ngân hàng thương mại; quy trình kiểm soát nội bộ công ty chứng khoán, tăng cường quản lý, giám sát các định chế trung gian, các văn phòng đại diện tổ chức nước ngoài tại Việt Nam.

Thứ hai, hoàn thiện hệ thống pháp luật về CBTT. Chính phủ cần bổ sung quy định CBTT về thành viên độc lập, thành viên không điều hành và thành viên điều hành trong phân báo cáo của ban giám đốc khi công bố BCTC. Các quy định pháp luật cần bổ sung CBTT theo phân bảng niêm yết để phù hợp với mô hình tái cấu trúc SGDCK.

Thứ ba, xây dựng và hoàn thiện các quy chế an toàn trên TTCK. Hoàn thiện và định kỳ đánh giá lại các quy định về tỷ lệ an toàn tài chính đối với tổ chức kinh doanh chứng khoán, bảo đảm phù hợp với việc điều chỉnh và phản ánh đầy đủ các rủi ro thực tế trên thị trường.

4.2. Củng cố mô hình giám sát thị trường chứng khoán

Thứ nhất, hoàn thiện tổ chức mô hình giám sát TTCK. SGDCK cần phải được làm rõ nghĩa

vụ giám sát của mình cũng như các cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán, tránh sự chồng chéo và đảm bảo an toàn cho TTCK. Đặc biệt, hoạt động tự giám sát của các CTNY, công ty đại chúng cũng là một hướng cần được nghiên cứu triển khai.

Thứ hai, nâng cao chất lượng nguồn nhân lực giám sát. Các cơ quan quản lý phải đặc biệt chú trọng công tác đào tạo, bồi dưỡng thường xuyên cho họ. Ngoài ra, các cơ quan quản lý nhà nước phải có sự đầu tư về tài chính, cơ chế quản lý, chế độ đãi ngộ cần phải thay đổi theo hướng tiền lương đủ bù đắp sức lao động với cường độ cao của các cán bộ, công nhân viên, đặc biệt cần xây dựng cơ chế thu nhập đặc thù cho đối tượng này, nếu không sẽ xảy ra hiện tượng “chảy máu chất xám”.

4.3. Nâng cao hiệu quả nội dung giám sát

Thứ nhất, hoàn thiện giám sát quản trị điều hành. Các cơ quan quản lý nhà nước cần tăng cường theo dõi chặt chẽ các thông tin và báo cáo của doanh nghiệp hoạt động trên TTCK. Cần xây dựng bộ quy tắc ứng xử và đạo đức trong công ty, bộ quy tắc này chính là cơ sở để các doanh nghiệp định hướng nhân viên trong ứng xử và hoàn thiện bản thân theo tiêu chí mà doanh nghiệp đề ra.

Thứ hai, hoàn thiện giám sát giao dịch. Cần hoàn thiện và nâng cấp hệ thống cơ sở dữ liệu, dữ liệu giao dịch từ SGDCK và VSD hiện đại theo tiêu chuẩn quốc tế [6]. Cần tăng cường hơn nữa hoạt động giám sát các trung gian tài chính trên TTCK, bao gồm cả quỹ đầu tư, công ty chứng khoán trong các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán.

Thứ ba, hoàn thiện giám sát CBTT. Thiết lập cơ chế giám sát thông qua hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật, giám sát chặt chẽ hoạt động của các thành phần trong TTCK bởi cơ quan giám sát của UBCKNN, SGDCK và các bộ ngành liên quan, các hiệp hội ngành nghề [5]. UBCKNN tăng cường phối hợp trong kiểm tra, giám sát cả công ty kiểm toán lẫn các doanh nghiệp có lợi ích công chúng. SGDCK cần phối hợp với nhiều đơn vị khác theo định kỳ để khai thác lợi thế của các đơn vị này trong giám sát

việc CBTT ở các CTNY. Cần xây dựng bộ chỉ số minh bạch thông tin đối với CTNY.

4.4. *Đổi mới phương thức giám sát*

Thứ nhất, đa dạng hóa phương thức giám sát. Hiện nay, việc giám sát TTCK của các cơ quan nhà nước cần kết hợp nhiều phương thức để mang lại hiệu quả. Thực hiện giám sát trong ngày gắn với việc giám sát các giao dịch hàng ngày của các chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch chứng khoán nhằm phát hiện các dấu hiệu bất thường trên thị trường [2]. Giám sát TTCK trong nhiều ngày dựa trên cơ sở dữ liệu từ các SGDCK, các công ty chứng khoán, CTNY, các tổ chức, nhà đầu tư tham gia TTCK; các bản CBTT của nhà đầu tư theo quy định của pháp luật và các thông tin từ phương tiện truyền thông đại chúng, tin đồn,... Thực hiện kiểm tra tại chỗ, thiết lập hệ thống cảnh báo sớm và hoàn thiện hệ thống giám sát tự động.

Thứ hai, hoàn thiện hệ thống cơ sở hạ tầng giám sát TTCK. Xây dựng cơ sở dữ liệu và nâng cấp hệ thống phần mềm giám sát. Hoàn thiện hệ thống CBTT điện tử của công ty đại chúng. UBCKNN và công ty đại chúng cần đồng thời phát triển một hệ thống CBTT số hóa dựa trên nền tảng website hiện tại.

4.5. *Tăng cường hợp tác với các tổ chức quốc tế nhằm nâng cao chất lượng hoạt động giám sát trên thị trường*

UBCKNN cần căn cứ vào điều kiện, tình hình cụ thể của TTCK Việt Nam để xây dựng lộ trình hợp tác với các TTCK trên thế giới cho phù hợp với chuẩn mực, thông lệ của quốc tế. UBCKNN cần chủ động tham gia vào quá trình đàm phán, thực hiện các thỏa thuận hội nhập có liên quan tới lĩnh vực chứng khoán, nhằm đưa Việt Nam trở thành thành viên của tổ chức chứng khoán uy tín trên thế giới. Thực hiện nghiêm túc các nguyên tắc của Tổ chức Quốc tế về Ủy ban Chứng khoán (IOSCO) để quản lý rủi ro. UBCKNN và các SGDCK cần tích cực tìm các dự án hỗ trợ về kỹ thuật, công nghệ thông tin, hệ thống dữ liệu về hoạt động giám sát TTCK từ quốc tế, từ các UBCKNN và SGDCK trên thế giới.

5. Kết luận

Trong những năm qua, hệ thống giám sát TTCK của Việt Nam đã luôn mang lại những tác động tích cực cho thị trường nói riêng và nền kinh tế nói chung. Tuy nhiên, trên thực tế, công tác giám sát TTCK vẫn còn gặp nhiều hạn chế như các rủi ro hệ thống ngày càng tinh vi, các vi phạm trên TTCK vẫn còn tồn tại và ngày càng tăng, thị trường vẫn còn những bất ổn chưa được giải quyết. Điều này đặt ra yêu cầu cần phải có những giải pháp tác động vào hệ thống giám sát TTCK một cách đồng bộ để nâng cao hiệu quả và cải thiện tính minh bạch của thị trường.

Tài liệu tham khảo

- [1] Ministry of Finance, Circular No. 115/2017/TT-BTC guiding the supervision of securities trading on the stock market, effective from October 25, 2017, Hanoi (in Vietnamese).
- [2] T.N. Hung, The Role of Financial Supervisory Agencies in Financial Market Development and Policy Recommendations for Vietnam, Banking Academy, Hanoi, 2012 (in Vietnamese).
- [3] H.D. Long, "Solutions to improve the efficiency of monitoring activities of Vietnam's stock market", Ministerial-level scientific research topic 08-UBCK-2001, Inspector of the SSC, 2001 (in Vietnamese).
- [4] D.T. Phuong, "Improving the efficiency of securities trading supervision on Vietnam's stock market in the period 2010-2015", Project on granting code UB.10.07, Market Supervision Department, SSC, 2010 (in Vietnamese).
- [5] N.P. Thao, "Laws on inspection and supervision of the stock market of the State Securities Commission of Vietnam", Master of jurisprudence thesis, Faculty of Law, VNU, Hanoi, 2016 (in Vietnamese).
- [6] L.T. Thanh, "Supervision of securities transactions on Vietnam's stock market", Doctoral thesis in economics of National Economics University, 2010 (in Vietnamese).
- [7] State Securities Commission, News about violations on the stock market from 2013-2019, https://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vimenu/vip_ages_vitintucsukien/thanhtragiamsat?_afLoop=4496898213000&_afWindowMode=0#%40%3F_afLoop%3D4496898213000%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3D1b6ylj717t_91, (accessed 21/12/2020) (in Vietnamese).