

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**



**LÊ TRUNG THÀNH**

**GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN  
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**HÀ NỘI, NĂM 2010**

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**LÊ TRUNG THÀNH**

**GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN  
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

CHUYÊN NGÀNH: KINH TẾ TÀI CHÍNH, NGÂN HÀNG  
MÃ SỐ: 62.31.12.01

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

Người hướng dẫn khoa học:  
PGS. TS. LƯU THỊ HƯƠNG

**HÀ NỘI, NĂM 2010**

**LỜI CAM ĐOAN**

*Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu khoa học độc lập của tôi. Các thông tin, số liệu trong luận án là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng, cụ thể. Kết quả nghiên cứu trong luận án là trung thực và chưa từng được công bố trong bất kỳ công trình nghiên cứu nào khác.*

**Nghiên cứu sinh****Lê Trung Thành**

## MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN .....	i
DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT .....	iii
DANH MỤC SƠ ĐỒ, BẢNG, BIỂU ĐỒ, HÌNH VẼ .....	iv
PHẦN MỞ ĐẦU.....	1
CHƯƠNG 1: NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.....	6
1.1. Giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán.....	6
1.2. Giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán .....	19
1.3. Những nhân tố ảnh hưởng tới giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán .....	50
CHƯƠNG 2 THỰC TRẠNG GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	62
2.1. Khái quát về thị trường chứng khoán Việt Nam.....	62
2.2. Thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....	85
2.3. Đánh giá thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam .....	120
CHƯƠNG 3 GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	137
3.1. Định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt nam .....	137
3.2. Giải pháp tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam .....	142
3.3. Điều kiện thực hiện giải pháp .....	180
KẾT LUẬN .....	193
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU.....	195
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO .....	196
PHỤ LỤC	

## DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

CTCK	Công ty chứng khoán
CTQLQĐTCK	Công ty quản lý Quỹ đầu tư chứng khoán
CTĐTCK	Công ty đầu tư chứng khoán
CTNY	Công ty niêm yết
ĐHKQTĐ	Đại học Kinh tế Quốc dân
HHKDCK	Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán
NXB	Nhà xuất bản
QĐT	Quỹ đầu tư
QĐTCK	Quỹ đầu tư chứng khoán
SGDCK	Sở Giao dịch chứng khoán
SGDCK TPHCM	Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
TTLKCK	Trung tâm Lưu ký Chứng khoán
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTCKVN	Thị trường chứng khoán Việt Nam
TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
TTGDCKHN	Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

## **DANH MỤC SƠ ĐỒ, BẢNG, BIỂU ĐỒ, HÌNH VẼ**

### **I. DANH MỤC SƠ ĐỒ**

Sơ đồ 1.1: Các dòng vốn qua hệ thống tài chính .....	7
Sơ đồ 1.2: Các bước giao dịch chứng khoán trên SGDCK .....	16
Sơ đồ 1.3: Chức năng của UBCK hoặc các cơ quan giám sát tài chính .....	20
Sơ đồ 1.4: Mô hình Giám sát hai cấp của thị trường chứng khoán Mỹ.....	27
Sơ đồ 1.5: Mô hình giám sát thị trường chứng khoán Hàn Quốc .....	28
Sơ đồ 1.6: Mô hình giám sát 2 cấp của Thị trường chứng khoán Nhật Bản ...	30
Sơ đồ 1.7: Quy trình giám sát giao dịch chứng khoán.....	38
Sơ đồ 2.1: Sơ đồ bộ máy thanh tra, giám sát TTCK Việt Nam trước 3/2008	90
Sơ đồ 3.1: Mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN.....	143
Sơ đồ 3.2: Quy trình giám sát giao dịch chứng khoán.....	155
Sơ đồ 3.3: Mô hình cảnh báo sớm nguy cơ tài chính của công ty .....	165

### **II. DANH MỤC BẢNG**

Bảng 1.1: Số liệu vi phạm hàng năm tại TTCK Nhật Bản .....	39
Bảng 2.1: So sánh một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô giữa Việt Nam và các nước trong khu vực (năm 2008).....	69
Bảng 2.2: Một số chỉ tiêu tài chính của 25 công ty niêm yết có vốn hóa lớn nhất thị trường .....	71
Bảng 2.3: Các văn bản pháp lý về giám sát TTCK đã được ban hành .....	86
Bảng 3.1: Số thông tin nhận được hàng năm tại SESC – Nhật Bản .....	154
Bảng 3.2: Kiểm định sự cân bằng của giá trị trung bình các chỉ số tài chính .....	161
Bảng 3.3: Một số doanh nghiệp có chênh lệch lợi nhuận sau thuế năm 2008.....	184

### III. DANH MỤC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 2.1: Tỷ lệ vốn hóa của HOSE và HASTC (%GDP).....	63
Biểu đồ 2.2: Số công ty niêm yết từ năm 2000-2008 .....	64
Biểu đồ 2.3: Số lượng tài khoản giao dịch.....	64
Biểu đồ 2.4: Số lượng tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài .....	65
Biểu đồ 2.5: Giá trị mua và bán chứng khoán của NĐTNN tại HOSE (tỷ VNĐ).....	65
Biểu đồ 2.6: Số công ty chứng khoán được thành lập hàng năm .....	66
Biểu đồ 2.7: Sự thay đổi chỉ số VN-Index từ 7/2000 - 12/2008.....	66
Biểu đồ 2.8: Sự thay đổi chỉ số VN-Index từ đầu 2006 đến cuối 2008.....	67
Biểu đồ 2.9: Số đợt IPO hàng năm .....	68
Biểu đồ 2.10: Hệ số tương quan giữa chỉ số VN-Index và các chỉ số thị trường chứng khoán Mỹ, giai đoạn 6/2006 - 9/2008 .....	72
Biểu đồ 2.11: Hệ số tương quan giữa chỉ số VN-Index và các chỉ số thị trường... chứng khoán thế giới năm 2008 .....	72
Biểu đồ 2.12: Tỷ suất sinh lời bình quân hàng năm của các kênh đầu tư.....	73
Biểu đồ 2.13: Số vi phạm đã bị xử phạt từ năm 2007 đến hết quý I/2009 .....	95
Biểu đồ 3.1: Số thông tin nhận được hàng năm tại SESC – Nhật Bản.....	154

### IV. DANH MỤC HÌNH VẼ

Hình 1.1: FSA, SESC và TSE đồng thời giám sát giao dịch trên TSE.....	41
Hình 2.1: Các dấu hiệu cảnh báo tự động bắt đầu giai đoạn điều tra .....	131

## **PHẦN MỞ ĐẦU**

### **1. Tính cấp thiết của đề tài luận án**

Thị trường chứng khoán (TTCK) có vai trò quan trọng đối với sự phát triển của thị trường tài chính nói riêng và đối với nền kinh tế nói chung. Tuy nhiên, vai trò đó chỉ có thể được thực hiện khi các giao dịch trên thị trường được diễn ra một cách hợp pháp, tạo điều kiện tăng tính hiệu quả và giảm rủi ro của thị trường. Kinh nghiệm của các nước trên thế giới cho thấy, để đạt được mục tiêu đó, hoạt động giám sát của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) và các Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK), Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) đối với TTCK, đặc biệt là giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK là một yêu cầu rất quan trọng.

Qua 9 năm vận hành của thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCKVN), những kết quả đạt được bước đầu là không thể phủ nhận. Bên cạnh đó, còn nhiều vấn đề bất cập như thị trường thiếu tính hiệu quả, bị chi phối bởi tâm lý và trào lưu, sự tuân thủ pháp luật của các chủ thể khi tham gia giao dịch chứng khoán trên thị trường chưa tốt. Hiện tượng giao dịch nội gián, giao dịch thao túng, thông tin sai sự thật còn phổ biến và ít được xử lý triệt để. Nguyên nhân cơ bản của hiện tượng trên là do hoạt động giám sát của nhà nước và các tổ chức tự quản đối với các giao dịch chứng khoán trên thị trường còn yếu, hệ thống giám sát chưa được thiết lập đồng bộ. Trong bối cảnh hội nhập quốc tế và quy mô thị trường chứng khoán ngày càng tăng, sự tham gia của các trung gian tài chính trong và ngoài nước trên thị trường chứng khoán ngày càng phát triển, trong điều kiện kinh tế thế giới và trong nước có nhiều bất ổn, với những vấn đề bất cập của TTCKVN như phân tích ở trên, việc nghiên cứu, đề xuất giải pháp tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN thực sự là nhu cầu bức xúc cả về lý luận và thực tiễn.



## **2. Mục đích và ý nghĩa nghiên cứu của luận án**

- Hệ thống hoá những vấn đề lý luận cơ bản về giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán.

- Phân tích, đánh giá thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Đề xuất những giải pháp tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu của luận án**

- Đối tượng nghiên cứu: Giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán.

- Phạm vi nghiên cứu: Giám sát giao dịch chứng khoán thứ cấp trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ năm 2000 đến 2008.

## **4. Các phương pháp nghiên cứu**

Trong quá trình thực hiện luận án, tác giả đã vận dụng phương pháp luận duy vật biện chứng và duy vật lịch sử, phương pháp phỏng vấn, thu thập thông tin, tổng hợp, so sánh, phân tích tình huống, thống kê và mô hình toán.

## **5. Tổng quan về tình hình nghiên cứu đề tài**

Đã có nhiều đề tài nghiên cứu về TTCK và những vấn đề kinh tế có liên quan đến TTCK. Tuy nhiên, cho đến nay, các nghiên cứu về giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN là không nhiều.

Trong luận văn Thạc sĩ với đề tài “Xây dựng hệ thống giám sát thị trường chứng khoán ở Việt Nam” (1998), tác giả Hoàng Đức Long đã nghiên cứu tổng quan về thị trường chứng khoán và một số kinh nghiệm về hệ thống quản lý, giám sát thị trường chứng khoán của các nước trên thế giới, đồng thời, tác giả cũng đề xuất về một hệ thống thanh tra, giám sát và những biện pháp hỗ trợ cho việc xây dựng hệ thống thanh tra, giám sát trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tuy nhiên, do đến thời điểm công bố nghiên cứu (năm 1998), thị trường chứng khoán Việt Nam chưa chính thức hoạt động nên đề tài này chưa có yếu tố thực tiễn của Việt Nam trong phần nghiên cứu, đánh giá, chưa có số liệu để luận giải những câu hỏi nghiên cứu. Mặt khác, tác giả nghiên cứu đồng thời vấn đề giám sát với quản lý thị trường chứng khoán, hệ thống giám sát được đề xuất lồng ghép với hoạt động của thanh tra, vì vậy, các vấn đề về hoạt động giám sát như mô hình giám sát giao dịch, mối quan hệ giữa các chủ thể giám sát và giữa chủ thể giám sát với đối tượng giám sát, cơ sở dữ liệu, hệ thống giao dịch và các tiêu chí giám sát chưa được đề cập sâu.

Trong luận văn Thạc sỹ với đề tài “Giải pháp hoàn thiện hoạt động giám sát, thanh tra đối với giao dịch chứng khoán trên TTCKVN” (2002), tác giả Vũ Thị Chân Phương nghiên cứu lồng ghép hoạt động thanh tra, giám sát giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên, tác giả cũng chưa chú trọng đánh giá thực trạng tính hiệu quả của thị trường, những vi phạm diễn ra trên TTCKVN, các điều kiện cụ thể cần có để có thể thực hiện được giám sát giao dịch có kết quả.

Liên quan đến một nội dung quan trọng của giám sát giao dịch là công bố thông tin, luận văn Thạc sỹ với đề tài “Hoàn thiện hệ thống thông tin cho thị trường chứng khoán Việt Nam” (2002), tác giả Vũ Thị Minh Luận đã nghiên cứu các vấn đề lý thuyết và thực trạng hệ thống thông tin của thị trường chứng khoán Việt Nam, đề xuất giải pháp hoàn thiện hệ thống thông tin cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, tác giả chủ yếu nghiên cứu về mô hình và các quan hệ mang tính kỹ thuật của hệ thống thông tin, chưa nghiên cứu chiều sâu của hệ thống thông tin trong tổng thể các hoạt động quản lý và giám sát thị trường chứng khoán.

Luận văn Thạc sỹ với đề tài “Hoàn thiện quản lý giao dịch cổ phiếu trên Thị trường chứng khoán Việt Nam” (2002), tác giả Trần Sơn Vũ cũng có đề cập ở một số nội dung, với một dung lượng nhỏ, về việc chấp hành quy định của pháp luật trong giao dịch cổ phiếu, giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm trên TTCK.

Luận văn Thạc sĩ với đề tài “Quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường chứng khoán ở Việt Nam” (2008), tác giả Nguyễn Thị Lê Hằng có đề cập ở một số nội dung về sự thao túng có thể xảy ra từ các tổ chức và cá nhân nước ngoài. Phần lớn nội dung tác giả nghiên cứu về các nguồn vốn đầu tư nước ngoài và tác động của nó đến TTCKVN.

Nhóm nghiên cứu của Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã nghiên cứu đề tài khoa học cấp ủy ban “Hệ thống giám sát các hoạt động trên trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội” (2006) và “Các giải pháp hoàn thiện hệ thống giám sát trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh” (2004). Hai đề tài này đã tập hợp được hệ thống tư liệu khá phong phú về kinh nghiệm của nước ngoài trong việc xây dựng hệ thống giám sát, đề xuất được mô hình hệ thống giám sát áp dụng cho hai sàn giao dịch. Tuy nhiên, hai đề tài này chủ yếu nghiên cứu về hệ thống giám sát, thực chất là tổ chức bộ máy giám sát thị trường, đối tượng giám sát ngoài các giao dịch còn là các tổ chức và cá nhân tham gia các hoạt động trên thị trường chứng khoán. Phần thực trạng hệ thống giám sát, hai đề tài đều chủ yếu mô tả hệ thống giao dịch, chưa có số liệu về các loại vi phạm và xử lý vi phạm, chưa mô tả các tiêu chí đã được áp dụng và sẽ áp dụng để giám sát.

Trong quá trình nghiên cứu luận án, tác giả cũng cố gắng tìm hiểu việc nghiên cứu các khía cạnh khác nhau về giám sát thị trường chứng khoán ở cấp Tiến sĩ tại nhiều cơ sở đào tạo trong nước nhưng chưa có một luận án Tiến sĩ nào về vấn đề này.

Như vậy, có thể thấy rằng, giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK là một trong số ít những khoảng trống trong nghiên cứu lý luận và thực tiễn TTCK ở Việt Nam. Đến nay, chưa có công trình nghiên cứu khoa học nào về giám sát giao dịch chứng khoán được nghiên cứu một cách tổng thể và toàn diện. Do vậy, đề tài “Giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam” hoàn toàn không trùng lặp với những công trình nghiên cứu khoa học trước đó.

## **6. Bố cục của Luận án**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo, luận án được trình bày theo kết cấu 3 chương:

- Chương 1: Những vấn đề cơ bản về giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán

- Chương 2: Thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Chương 3: Giải pháp tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

# CHƯƠNG 1

## NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### 1.1. GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

#### 1.1.1. Khái niệm thị trường chứng khoán

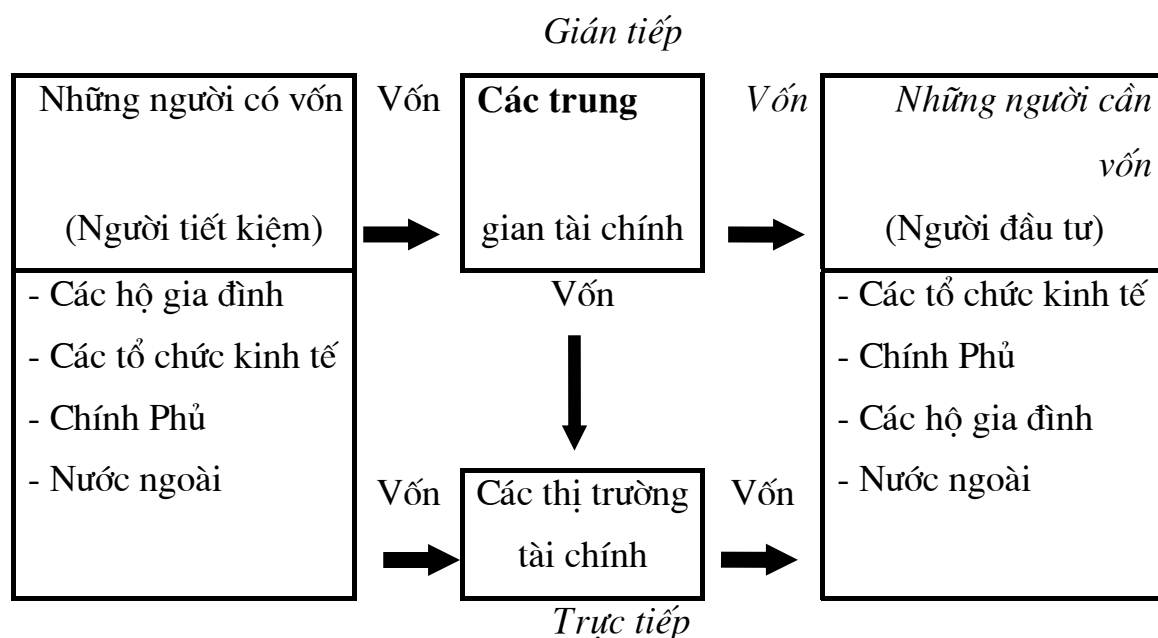
Thị trường chứng khoán là nơi diễn ra các giao dịch mua bán, trao đổi các loại chứng khoán. Chứng khoán được hiểu là các loại giấy tờ hay bút toán ghi sổ, nó cho phép chủ sở hữu có quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản của tổ chức phát hành. Các quyền yêu cầu này có sự khác nhau giữa các loại chứng khoán, tùy theo tính chất sở hữu của chúng. Với các đặc tính đó, chứng khoán được xem là các tài sản tài chính mà giá trị của nó phụ thuộc vào giá trị kinh tế cơ bản của các quyền của chủ sở hữu đối với tổ chức phát hành [32].

Các giao dịch mua bán, trao đổi chứng khoán có thể diễn ra ở thị trường sơ cấp hay thị trường thứ cấp, tại SGDCK hay thị trường OTC (Over - the Counter Market), ở thị trường giao ngay hay thị trường kỳ hạn. Các quan hệ mua bán trao đổi này làm thay đổi chủ sở hữu của chứng khoán, và như vậy, thực chất đây chính là quá trình vận động của tư bản, chuyển từ tư bản sở hữu sang tư bản kinh doanh [36].

Điều này xuất phát từ chức năng cơ bản của thị trường tài chính là dẫn vốn từ những người có vốn sang những người cần vốn. Sự chuyển dịch vốn này được thực hiện theo sơ đồ 1.1.

Sự chuyển dịch vốn trong hệ thống tài chính được thực hiện thông qua hai con đường, trực tiếp và gián tiếp. Những người cần vốn có thể huy động trực tiếp từ những người có vốn bằng cách bán các chứng khoán cho họ. Các chứng khoán này được mua bán rộng rãi trên thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp [61]. Mặt khác, các trung gian tài chính có vai trò quan trọng trong việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế, đồng thời, các tổ

chức này cũng có vai trò quan trọng trong việc cung cấp các dịch vụ tài chính như các dịch vụ đại lý, bảo lãnh, thanh toán.



(Nguồn: Frederic S.Mishkin - 1995, *Tiền tệ, Ngân hàng và Thị trường Tài chính*, NXB Khoa học và Kỹ thuật)

### **Sơ đồ 1.1. Các dòng vốn qua hệ thống tài chính**

Thông qua việc chuyển vốn, thị trường tài chính có vai trò quan trọng trong việc tích tụ tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế, làm tăng năng suất và hiệu quả kinh tế xã hội. Thị trường tài chính bao gồm thị trường tiền tệ, nơi cung ứng vốn ngắn hạn và thị trường vốn, nơi cung ứng vốn trung hạn và dài hạn cho nền kinh tế.

Là một bộ phận của thị trường tài chính, các giao dịch diễn ra trên thị trường chứng khoán gồm các giao dịch sơ cấp để các nhà phát hành có thể bán chứng khoán mới nhằm huy động vốn cho các mục đích đầu tư hoặc các mục đích khác và tạo ra các giao dịch thứ cấp để các chứng khoán đã được phát hành dễ dàng chuyển nhượng giữa người mua và người bán.

Nhằm nghiên cứu một cách cụ thể hoạt động của thị trường chứng khoán, cần phải phân loại thị trường chứng khoán.

### **1.1.2. Phân loại thị trường chứng khoán**

Tuỳ theo mục đích nghiên cứu, người ta có thể phân loại thị trường chứng khoán theo nhiều tiêu thức khác nhau. Thông thường, TTCK có thể được phân loại theo hàng hoá, theo hình thức tổ chức của thị trường và theo quá trình luân chuyển vốn.

#### ***1.1.2.1. Phân loại theo hàng hoá***

Theo các loại hàng hoá được mua bán trên thị trường, thị trường chứng khoán được phân chia thành thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu và thị trường các công cụ dẫn suất [32].

Thị trường trái phiếu (Bond Markets) là thị trường mà hàng hoá được mua bán tại đó là các trái phiếu. Trái phiếu là công cụ nợ, nhà phát hành trái phiếu đi vay theo phương thức có hoàn trả cả gốc lẫn lãi. Người cho vay sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào về kết quả hoạt động sử dụng vốn của người vay và trong mọi trường hợp, nhà phát hành phải có trách nhiệm hoàn trả cho trái chủ theo các cam kết đã được xác định trong hợp đồng vay. Trái phiếu thường có thời hạn xác định, có thể là trung hạn hay dài hạn.

Khác với thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu (Stock Markets) là nơi giao dịch mua bán, trao đổi các giấy tờ xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng góp của mình. Cổ phiếu sẽ cho phép họ có quyền yêu cầu đối với lợi nhuận sau thuế của công ty cũng như đối với tài sản của công ty, khi tài sản này được đem bán. Cổ phiếu không có thời hạn xác định.

Thị trường các công cụ dẫn suất (Derivative Markets) là nơi các chứng khoán phái sinh được mua và bán. Tiêu biểu cho các công cụ này là hợp đồng kỳ hạn (Future Contracts), hợp đồng quyền chọn (Options). Thị trường này ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà quản lý tài chính. Nó cung cấp các công cụ phòng vệ hữu hiệu, đồng thời cũng là công cụ đầu cơ lý tưởng cho các nhà đầu tư.

### ***1.1.2.2. Phân loại theo quá trình luân chuyển vốn***

Theo cách thức này, thị trường chứng khoán được phân thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp [18]. Thị trường sơ cấp hay thị trường cấp 1 (Primary Market) là thị trường phát hành các chứng khoán. Tại thị trường này, giá cả của chứng khoán là giá phát hành. Việc mua bán chứng khoán trên thị trường sơ cấp làm tăng vốn cho nhà phát hành. Thông qua việc phát hành chứng khoán, Chính Phủ có thêm nguồn thu để tài trợ cho các dự án đầu tư hoặc chi tiêu dùng của Chính Phủ, các doanh nghiệp có vốn để tiến hành mở rộng sản xuất kinh doanh.

Thị trường thứ cấp hay thị trường cấp 2 (Secondary Market) là thị trường giao dịch mua bán, trao đổi những chứng khoán đã được phát hành nhằm mục đích kiếm lời, di chuyển vốn đầu tư hay di chuyển tài sản xã hội. Quan hệ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp thể hiện trên các khía cạnh sau:

*Thứ nhất*, thị trường thứ cấp làm tăng tính lỏng của các chứng khoán đã phát hành. Việc này làm tăng sự ưa chuộng của chứng khoán và làm giảm rủi ro cho các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư sẽ dễ dàng hơn trong việc sàng lọc, lựa chọn, thay đổi kết cấu danh mục đầu tư. Việc tăng tính lỏng của chứng khoán sẽ tạo điều kiện tách biệt giữa sở hữu và quản lý, tăng hiệu quả quản lý doanh nghiệp, giúp chuyển đổi thời hạn của vốn từ ngắn hạn sang trung hạn và dài hạn và phân phối vốn một cách hiệu quả. Sự di chuyển vốn đầu tư trong nền kinh tế được thực hiện thông qua cơ chế ‘bàn tay vô hình’, cơ chế xác định giá chứng khoán và thông qua hoạt động thu tóm, sáp nhập doanh nghiệp trên thị trường thứ cấp.

*Thứ hai*, thị trường thứ cấp xác định giá của chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Thị trường thứ cấp được xem là thị trường định giá các công ty.

*Thứ ba*, thông qua việc xác định giá, thị trường thứ cấp cung cấp một danh mục chi phí vốn tương ứng với các mức độ rủi ro khác nhau của từng



phương án đầu tư, tạo cơ sở tham chiếu cho các nhà phát hành cũng như các nhà đầu tư trên thị trường sơ cấp. Thông qua cơ chế bàn tay vô hình, vốn sẽ được chuyển tới những công ty nào hoạt động có hiệu quả cao nhất, qua đó làm tăng hiệu quả kinh tế xã hội.

Có thể nói, thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp có quan hệ mật thiết, hỗ trợ lẫn nhau. Nếu không có thị trường sơ cấp sẽ không có thị trường thứ cấp, đồng thời, thị trường thứ cấp lại tạo điều kiện phát triển cho thị trường sơ cấp. Mục đích cuối cùng của các nhà quản lý là phải tăng cường hoạt động huy động vốn trên thị trường sơ cấp, vì chỉ có tại thị trường này, vốn mới thực sự vận động từ người tiết kiệm sang người đầu tư, còn sự vận động của vốn trên thị trường thứ cấp chỉ là sự vận động của tư bản giả, không tác động trực tiếp tới việc tích tụ và tập trung vốn.

### ***1.1.2.3. Phân loại theo hình thức tổ chức của thị trường***

Thị trường chứng khoán có thể được tổ chức theo hai hình thức [32]. Hình thức thứ nhất là Sở giao dịch, tại đây, người mua và người bán (hoặc đại lý, môi giới của họ) gặp nhau tại một địa điểm nhất định để tiến hành giao dịch mua bán, trao đổi chứng khoán. Chính vì vậy, Sở giao dịch chứng khoán còn được gọi là thị trường tập trung, nơi giao dịch mua bán, trao đổi các chứng khoán của các công ty lớn, hoạt động có hiệu quả.

Sở giao dịch chứng khoán được quản lý một cách chặt chẽ bởi Ủy ban chứng khoán quốc gia, các giao dịch chịu sự điều tiết của Luật Chứng khoán và thị trường chứng khoán. Những thị trường tiêu biểu được biết đến là Sở giao dịch chứng khoán Luân đôn (London Stock Exchange), Sở giao dịch chứng khoán Mỹ (American Stock Exchange), Sở giao dịch chứng khoán Pari (Paris Stock Exchange).

Hình thức thứ hai là thị trường OTC. Khác với thị trường tập trung, thị trường OTC là thị trường của các nhà buôn, những người tạo thị trường (Market Makers). Các nhà buôn có một danh mục chứng khoán và họ sẵn

sàng mua và bán với các nhà buôn khác cũng như các nhà đầu tư khi những người này chấp nhận giá cả của họ. Thị trường này không có địa điểm giao dịch chính thức mà có thể diễn ra qua điện thoại hay mạng máy tính. Khối lượng giao dịch của thị trường này thường lớn hơn rất nhiều so với thị trường sở giao dịch. Thị trường OTC được thiết lập cho các chứng khoán không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên Sở giao dịch, là những chứng khoán do các doanh nghiệp vừa và nhỏ hoặc các doanh nghiệp mới phát hành. Các thị trường này được sự quản lý chặt chẽ của Hiệp hội kinh doanh chứng khoán và thực hiện giao dịch thông qua hệ thống yết giá tự động, ví dụ hệ thống NASDAQ của Mỹ.

Ngoài hai loại thị trường nêu trên, còn có thị trường thứ ba, thị trường dành cho các chứng khoán không đủ tiêu chuẩn để giao dịch trên thị trường tập trung và thị trường OTC. Ngoài ra, người ta còn phân loại thị trường chứng khoán thành thị trường mở và thị trường đàm phán, thị trường giao ngay và thị trường kỳ hạn.

### **1.1.3. Các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán là một thực thể phức tạp mà ở đó có sự tham gia của rất nhiều chủ thể khác nhau, với các mục đích khác nhau như huy động vốn, đầu tư vốn, cung cấp các dịch vụ hỗ trợ, hay quản lý Nhà Nước.

#### ***1.1.3.1. Chính Phủ***

Chính Phủ tham gia vào thị trường chứng khoán với hai tư cách.

*Thứ nhất*, Chính Phủ với tư cách là người tổ chức và quản lý thị trường mà đại diện là Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước hoặc Cơ quan Giám sát Tài chính - cơ quan quản lý Nhà Nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Ủy ban chứng khoán Nhà Nước tổ chức, hướng dẫn và quản lý các thị trường chứng khoán, đồng thời soạn thảo các văn bản pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán để trình các cấp có thẩm quyền xem xét quyết định, cũng như tổ chức và hướng dẫn thực hiện các văn bản đó.

Ngoài Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước, các cơ quan quản lý nhà nước khác như Ngân hàng Nhà Nước, Bộ Tài chính, các bộ chủ quản cũng có vai trò quan trọng trong hoạt động quản lý đối với các thành viên tham gia thị trường.

Chẳng hạn Ngân hàng Nhà Nước, cơ quan quản lý Nhà Nước trong lĩnh vực tiền tệ, tín dụng và ngân hàng có nhiệm vụ quản lý, hướng dẫn hoạt động của các ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng khác, bao gồm cả các hoạt động của các tổ chức này trên thị trường chứng khoán. Đồng thời, Ngân hàng Nhà Nước có thể làm đại lý phát hành trái phiếu, tín phiếu Chính Phủ. Sự phối kết hợp giữa các cơ quan quản lý Nhà Nước trong hoạt động quản lý thị trường, quản lý các thành viên có ý nghĩa quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả và đảm bảo an toàn cho hoạt động của thị trường [16].

*Thứ hai*, Chính Phủ tham gia thị trường như là một nhà phát hành và kinh doanh chứng khoán. Để tài trợ cho các dự án đầu tư hoặc chi tiêu dùng, Chính Phủ có thể phát hành chứng khoán để huy động vốn. Trái phiếu Chính Phủ, Tín phiếu Kho Bạc là loại hàng hoá chủ đạo của thị trường chứng khoán. Ngân hàng Nhà Nước có thể tham gia thị trường khi sử dụng nghiệp vụ thị trường mở để thực thi chính sách tiền tệ. Chính Phủ cũng có thể tham gia thị trường cổ phiếu khi cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà Nước hoặc muốn tham gia quản lý, nắm quyền kiểm soát các doanh nghiệp [36].

Vai trò của Chính Phủ đối với sự hình thành và phát triển thị trường chứng khoán là rất quan trọng, đặc biệt là đối với những thị trường mới nổi như thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

### ***1.1.3.2. Các doanh nghiệp***

Các doanh nghiệp là chủ thể quan trọng trên thị trường chứng khoán. Các doanh nghiệp cung cấp các loại hàng hoá quan trọng cho thị trường chứng khoán. Cổ phiếu và Trái phiếu doanh nghiệp có mức độ rủi ro cao hơn Trái phiếu Chính Phủ và là một công cụ hấp dẫn đối với các nhà đầu tư.

Pháp luật từng nước quy định cụ thể loại hình doanh nghiệp nào được phép phát hành chứng khoán. Về cơ bản, các công ty cổ phần có thể phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu để thu hút vốn trên thị trường. Công ty có thể tự mình phát hành chứng khoán hoặc phát hành thông qua đại lý hoặc bảo lãnh phát hành.

Phát triển hoạt động phát hành chứng khoán của các doanh nghiệp sẽ đa dạng hoá các công cụ đầu tư, đồng thời tạo điều kiện phát triển các dịch vụ cho các trung gian tài chính như nghiệp vụ đại lý, bảo lãnh phát hành, nghiệp vụ ngân hàng tín thác, nghiệp vụ tư vấn phát hành.

Để thực hiện nghiệp vụ đầu tư và nghiệp vụ ngân quỹ, các doanh nghiệp có thể tham gia mua bán chứng khoán trên thị trường. Khi thực hiện nghiệp vụ ngân quỹ, doanh nghiệp chủ yếu mua bán các chứng khoán có độ thanh khoản cao, ngược lại, khi thực hiện nghiệp vụ đầu tư chứng khoán, doanh nghiệp thường lựa chọn một danh mục đầu tư đa dạng, bao gồm các loại chứng khoán khác nhau với các mức độ rủi ro khác nhau [6].

Trong thời gian qua, thị trường cũng ghi nhận một hoạt động khác của doanh nghiệp, đó là hoạt động mua bán chứng khoán nhằm thu tóm và sáp nhập doanh nghiệp. Hoạt động kinh doanh chứng khoán của các doanh nghiệp làm phát sinh nhu cầu môi giới, tư vấn, thanh toán, quản lý danh mục đầu tư, tạo điều kiện phát triển hoạt động của các trung gian tài chính trên thị trường.

### ***1.1.3.3. Các nhà đầu tư cá thể***

Các nhà đầu tư cá thể là các cá nhân và các hộ gia đình. Họ mua bán chứng khoán nhằm mục đích kiếm lời và qua đó, một lượng tiết kiệm khổng lồ được huy động cho phát triển kinh tế. Các nhà đầu tư có thể tham gia một cách trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua các nhà đầu tư có tổ chức, các trung gian tài chính. Hoạt động kinh doanh chứng khoán của các nhà đầu tư cá thể tạo ra tính sôi động của thị trường, góp phần phát triển các dịch vụ hỗ trợ thị trường của các trung gian tài chính.

#### ***1.1.3.4. Các trung gian tài chính***

Các trung gian tài chính là một chủ thể quan trọng của thị trường chứng khoán, với tư cách là nhà phát hành chứng khoán, nhà kinh doanh chứng khoán và là thành viên hỗ trợ cho hoạt động của thị trường qua các nghiệp vụ đại lý, bảo lãnh phát hành, tư vấn và môi giới đầu tư, cho vay chứng khoán và cho vay để mua chứng khoán, thanh toán và quản lý chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư và quản lý quỹ đầu tư. Sự tham gia của các trung gian tài chính thực sự thúc đẩy phát triển thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng.

#### **1.1.4. Giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán**

***Giao dịch chứng khoán*** là việc mua, bán, chuyển nhượng quyền sử dụng hoặc quyền sở hữu chứng khoán [17]. Như đã phân tích ở trên, giao dịch chứng khoán có thể diễn ra ở các thị trường với không gian và thời gian khác nhau. Theo phạm vi nghiên cứu đã được xác định, đối tượng nghiên cứu là *giao dịch thứ cấp trên SGDCK*. Do vậy, hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng trên SGDCK không thuộc phạm vi nghiên cứu của luận án.

Trên SGDCK, phương thức giao dịch chủ yếu và phổ biến hiện nay là giao dịch qua máy tính điện tử. Tùy theo sự phát triển của từng thị trường, giao dịch qua máy tính điện tử có thể áp dụng hình thức bán tự động hay tự động hoàn toàn [32].

##### ***1.1.4.1. Giao dịch bán tự động***

Là hình thức kết hợp giữa giao dịch thủ công với giao dịch qua máy tính điện tử. Theo phương thức này, một số khâu trong công đoạn giao dịch như nhận lệnh, ghép lệnh, thanh toán, bù trừ, lưu ký được thực hiện qua máy tính, các khâu còn lại sẽ được thực hiện theo phương thức thủ công. Hiện nay, các thị trường truyền thống như Nhật Bản, Mỹ vẫn sử dụng hệ thống giao dịch bán tự động cho các giao dịch cổ phiếu phổ thông bên cạnh hệ thống giao dịch tự động hoàn toàn.

##### ***1.1.4.2. Giao dịch điện tử tự động hoá hoàn toàn***

Là hệ thống giao dịch trong đó tất cả các khâu đều thông qua hệ thống máy tính, dựa trên nền tảng công nghệ Internet. Các SGDCK không còn khái niệm Sàn giao dịch, tại đó chỉ có hệ thống các máy tính.

Giá giao dịch tại SGDCK sẽ được xác lập theo phương pháp so khớp các tập hợp lệnh hoặc đơn lệnh. Nếu như giá giao dịch được xác lập theo phương pháp so khớp đơn lệnh thì về tính chất của giá cũng được hình thành như giao dịch thủ công. Trường hợp giá giao dịch xác lập theo tập hợp lệnh đăng ký thì giá chốt là mức giá cho khối lượng giao dịch lớn nhất.

Nội dung các bước giao dịch mua bán chứng khoán trên Sở giao dịch qua hệ thống máy tính điện tử như sau:

### **Bước 1: Mở tài khoản giao dịch**

Nhà đầu tư muốn mua hoặc bán chứng khoán phải tiến hành mở tài khoản tại một công ty chứng khoán (CTCK) là thành viên của SGDCK. CTCK sẽ ký hợp đồng với nhà đầu tư để mở tài khoản giao dịch. Thủ tục mở tài khoản cũng tương tự như mở tài khoản ngân hàng, trong đó chủ tài khoản cần phải cung cấp các thông tin thiết yếu để phục vụ cho mục đích quản lý của CTCK.

Sau khi mở tài khoản, CTCK sẽ cung cấp cho khách hàng (nhà đầu tư) một mã số tài khoản và mã truy cập vào tài khoản để kiểm tra sau mỗi lần giao dịch.

### **Bước 2: Ra lệnh giao dịch**

Ra lệnh giao dịch có thể được thực hiện theo hình thức trực tiếp hoặc gián tiếp qua điện thoại (gọi điện hoặc nhắn tin), telex, fax, internet tùy thuộc vào sự phát triển của thị trường. Khi nhận được lệnh, nhân viên môi giới phải kiểm tra tính chính xác của các thông số trên lệnh.

### **Bước 3: Chuyển phiếu lệnh đến phòng giao dịch CTCK**

Phòng giao dịch có trách nhiệm xem xét các thông số trên phiếu lệnh, nếu thấy hợp lý thì chuyển lệnh đến người môi giới tại SGDCK và ghi thời gian chuyển lệnh vào phiếu lệnh.

### **Bước 4: Chuyển lệnh đến người môi giới tại SGDCK**

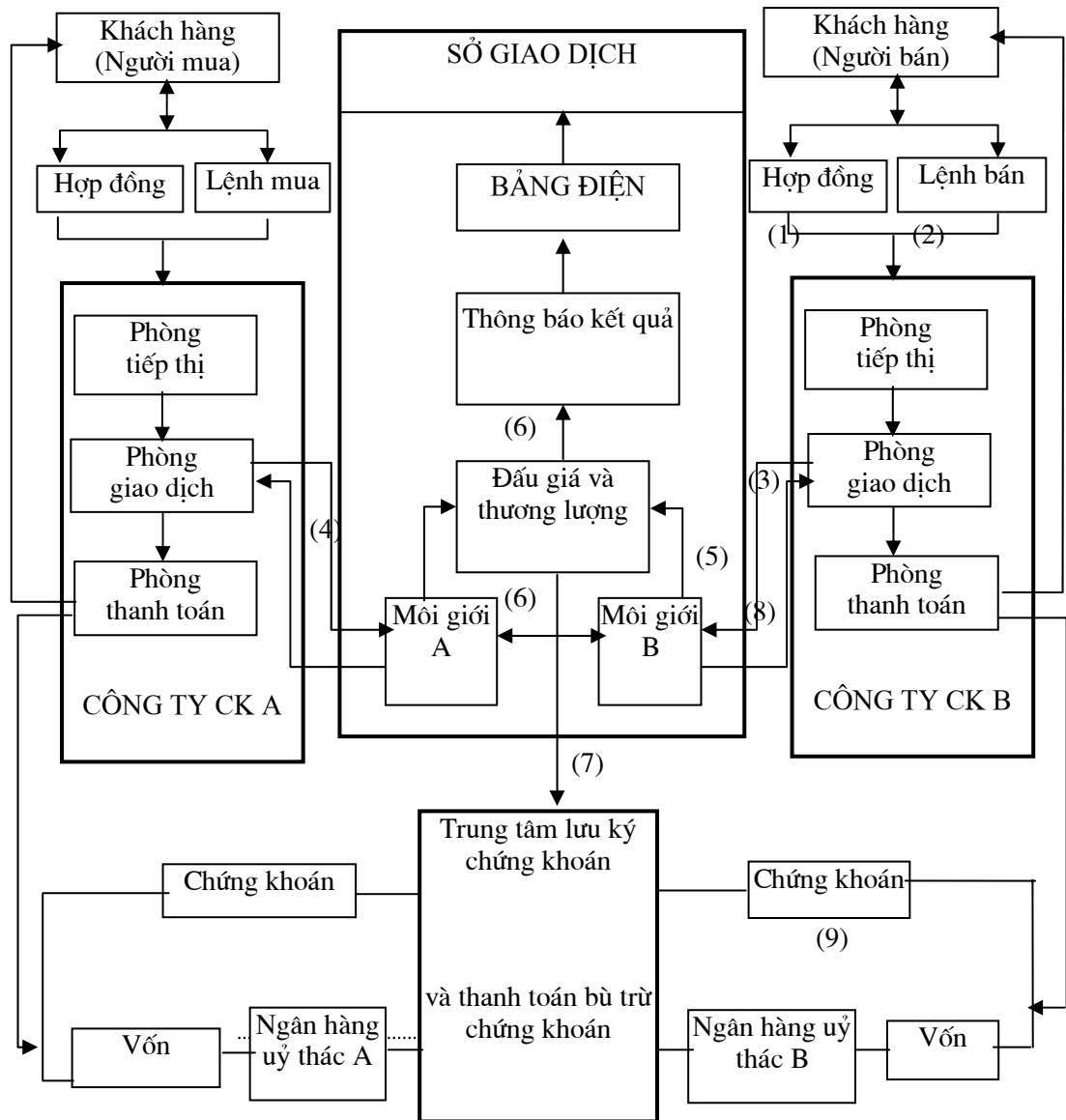
Phiếu lệnh được chuyển tới nhà môi giới tại Sàn giao dịch, nội dung bao gồm các thông số: Mua/Bán; loại chứng khoán; số lượng; loại lệnh và định chuẩn lệnh; số hiệu lệnh; thời gian; mã số tài khoản khách hàng.

Tùy vào nền tảng công nghệ của các SGDCK và CTCK, bước 4 có thể được bỏ qua, chuyển thẳng từ bước 3 sang bước 5. Thực chất, cửa sổ nhập lệnh

chuyển từ SGDCK về các phòng giao dịch của CTCK, lệnh của nhà đầu tư sẽ được các công ty chứng khoán chuyển thẳng đến bộ phận nhận lệnh và khớp lệnh của SGDCK.

**Bước 5: Chuyển lệnh đến bộ phận khớp lệnh**

Trên Sàn giao dịch, nhà môi giới tại Sàn sau khi nhận được lệnh từ CTCK phải chuyển lệnh tới bộ phận nhận lệnh và khớp lệnh của SGDCK.



(Nguồn: Giáo trình Thị trường chứng khoán, ĐHKQTĐ, 2002)

**Sơ đồ 1.2: Các bước giao dịch chứng khoán trên SGDCK**

### **Bước 6: Khớp lệnh và thông báo kết quả giao dịch**

SGDCK sẽ thông báo kết quả giao dịch của từng loại chứng khoán niêm yết. Đồng thời kết quả giao dịch sẽ được chuyển đến Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán cũng như tại các CTCK thành viên.

Kết quả giao dịch được SGDCK thông báo trên màn hình thành viên tại SGDCK gồm các nội dung chính: Số hiệu của lệnh giao dịch; Số hiệu xác nhận giao dịch; Mã số chứng khoán; Giá thực hiện; Số lượng mua hoặc bán; Thời gian giao dịch được thực hiện; Lệnh mua hay bán; Ký hiệu của lệnh; Số hiệu tài khoản của khách hàng; Số hiệu đại diện giao dịch (nhà môi giới tại Sàn) của thành viên.

### **Bước 7: Báo kết quả giao dịch về CTCK**

Nhà môi giới tại sàn sau khi nhận được kết quả giao dịch sẽ báo về cho Phòng giao dịch CTCK với các nội dung chính: số hiệu nhà môi giới tại sàn; Số hiệu lệnh; Đã mua/bán; Mã chứng khoán; Số lượng; Giá; Số hiệu nhà môi giới đối tác; thời gian.

Phòng giao dịch sẽ ghi vào phiếu lệnh của các khách hàng có giao dịch ở phần kết quả giao dịch nội dung: số lượng, giá cả và thời gian.

### **Bước 8: Xác nhận giao dịch và làm thủ tục thanh toán**

Phòng giao dịch chuyển các phiếu lệnh có giao dịch đến Phòng thanh toán (thường là bộ phận Kế toán). Cuối buổi giao dịch, Phòng thanh toán căn cứ vào các kết quả giao dịch lập báo cáo kết quả giao dịch và chuyển kết quả đến trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán để tiến hành quá trình thanh toán.

Đồng thời, sau khi đã có kết quả giao dịch, CTCK gửi cho khách hàng một phiếu xác nhận đã thi hành xong lệnh. Xác nhận này có vai trò như một hoá đơn hẹn ngày thanh toán với khách hàng.



### **Bước 9: Thanh toán và hoàn tất giao dịch**

Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán tiến hành so khớp kết quả giao dịch do SGDCK cung cấp và báo cáo kết quả giao dịch của các CTCK để tiến hành thanh toán bù trừ.

Trong thời gian T+x ngày, Trung tâm Lưu ký và Thanh toán bù trừ chứng khoán sẽ thực hiện việc chuyển quyền sở hữu chứng khoán từ người bán sang người mua và Ngân hàng chỉ định thanh toán sẽ thanh toán bù trừ tiền từ người mua sang người bán thông qua hệ thống tài khoản của các CTCK tại ngân hàng. Việc bù trừ các kết quả giao dịch sẽ kết thúc bằng việc in ra các chứng từ thanh toán. Các chứng từ này được gửi cho các CTCK và là cơ sở để thực hiện thanh toán và giao nhận giữa các CTCK.

Trong giao dịch chứng khoán, chứng khoán được lưu ký theo hệ thống 1 hoặc 2 cấp. Nếu là hệ thống lưu ký 1 cấp, Trung tâm Lưu ký và Thanh toán bù trừ chứng khoán sẽ trực tiếp quản lý tài khoản của từng nhà đầu tư. Còn nếu là hệ thống lưu ký 2 cấp, tức là các khách hàng có chứng khoán sẽ lưu ký chứng khoán tại CTCK hoặc NHTM được cấp phép thực hiện nghiệp vụ lưu ký, sau đó các CTCK sẽ tái lưu ký số chứng khoán trên vào Trung tâm Lưu ký và Thanh toán bù trừ chứng khoán. Vì vậy, sau khi các CTCK hoàn tất các thủ tục thanh toán bù trừ tại SGDCK, CTCK sẽ thanh toán tiền và chứng khoán cho các khách hàng thông qua hệ thống tài khoản mà khách hàng mở tại CTCK. Trung tâm Lưu ký và Thanh toán bù trừ chứng khoán chỉ quản lý tài khoản "tổng" theo từng thành viên lưu ký.

Có nhiều loại giao dịch chứng khoán như giao dịch giao ngay, giao dịch kỳ hạn, giao dịch repo, giao dịch ký quỹ, bán khống...Tuy nhiên, các loại giao dịch trên đều dưới hình thức là lệnh mua, bán chứng khoán và được đặc trưng bởi giá và khối lượng mua, bán. Vì vậy, sự khác biệt là ở tính kỹ thuật của quy trình

giao dịch. Việc giám sát các giao dịch chứng khoán này về nguyên tắc là như nhau, có nghĩa là giám sát chủ yếu dựa vào sự thay đổi giá và khối lượng giao dịch, giá và khối lượng đặt mua, đặt bán.

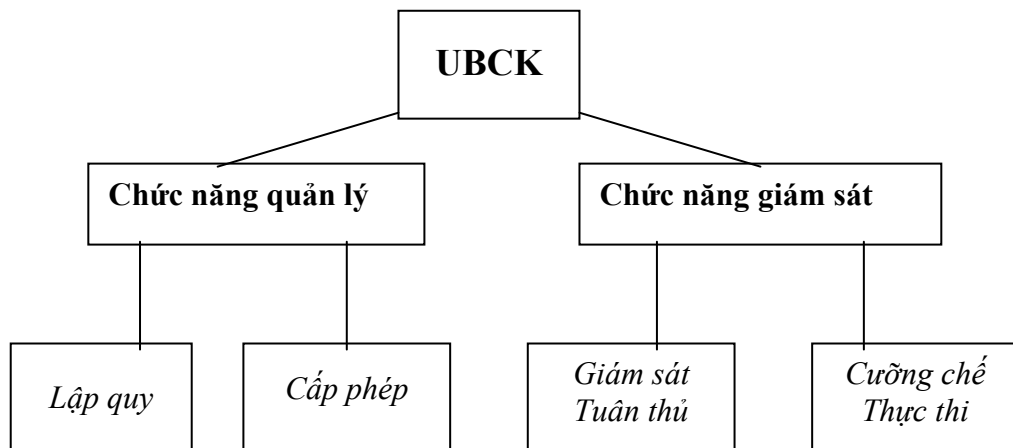
Như vậy, giao dịch chứng khoán liên quan đến nhiều chủ thể, nhiều bước, nên khả năng xảy ra rủi ro là không nhỏ. Nhằm góp phần hạn chế rủi ro, nâng cao hiệu quả giao dịch chứng khoán, giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK là một trong những vấn đề được quan tâm hàng đầu.

## **1.2. GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

### **1.2.1. Khái niệm giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán**

Giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK là một nội dung của giám sát thị trường chứng khoán. Việc luận giải rõ những khái niệm này sẽ tạo tiền đề cho những nghiên cứu tiếp theo.

*Giám sát thị trường chứng khoán* là một trong hai chức năng của UBCK hoặc các cơ quan giám sát tài chính có chức năng tương đương ở các TTCK trên thế giới, bên cạnh chức năng quản lý thị trường. Năm nhân tố chủ yếu của thị trường mà UBCK và SGDCK chú trọng trong công tác quản lý là công nghệ, thông tin, hệ thống pháp lý, người tham gia và các công cụ tài chính. Để đánh giá mức độ thành công của việc phối hợp trong quản lý các nhân tố này cần dựa trên 4 đặc điểm của thị trường là tính thanh khoản, tính rủi ro, chi phí giao dịch và tính lành mạnh [62]. Nếu cơ quan quản lý thị trường thay đổi một yếu tố hoặc một nhóm các yếu tố của thị trường, có thể ước lượng hiệu quả của sự thay đổi đó bằng cách xác định xem sự thay đổi này có làm tăng tính thanh khoản và tính lành mạnh, đồng thời, làm giảm rủi ro và chi phí giao dịch hay không. Suy rộng hơn, thuật ngữ “tính hiệu quả” liên quan tới phản ứng mau lẹ và chính xác trước thông tin.



*(Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước [23])*

### **Sơ đồ 1.3: Chức năng của UBCK hoặc các cơ quan giám sát tài chính**

Khái niệm giám sát thị trường chứng khoán bắt đầu được phát triển từ những năm 80 của thế kỷ trước [63]. Tháng 1/1981, trong bối cảnh các thị trường chứng khoán thế giới diễn biến phức tạp, những quan chức cấp cao của hàng loạt sở giao dịch chứng khoán Mỹ đã họp bàn về cách thức nâng cao hiệu quả giám sát của họ.

Trên cơ sở đó, tháng 2/1981, Tổ chức giám sát liên thị trường (ISG - Inter-market Surveillance Group) đã được thành lập để thiết kế, phát triển và thi hành nỗ lực hợp tác giám sát liên thị trường. Năm 1989, tổ chức này có chín thành viên thường trực bao gồm American Exchange, Boston Stock Exchange, Chicago Board Options Exchange, Cincinnati Stock Exchange, Midwest Stock Exchange, National Association of Security Dealers, New York Stock Exchange, Pacific Stock Exchange và Philadelphia Stock Exchange. Bên cạnh tổ chức này, hàng loạt tổ chức khác bao gồm Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, Kansas Board of Trade, New York Futures Exchange và Montreal and Toronto Exchanges là các chi nhánh thành viên. Mục tiêu chính của tổ chức giám sát Mỹ là phát triển tập hợp dữ

liệu để chia sẻ thường xuyên giữa các tổ chức tham gia. ISG còn phối hợp thông tin khác (ví dụ như người tham gia giao dịch khối) vì lợi ích của các tổ chức tham gia khi điều tra những vấn đề liên quan.

Như vậy, khái niệm giám sát thị trường chứng khoán được hình thành chính thức không lâu so với lịch sử phát triển hàng trăm năm của các TTCK trên thế giới. Nội dung của giám sát thị trường chứng khoán bao gồm:

*Một là*, giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán. Đây là nội dung chính của giám sát TTCK, vì thực chất, TTCK là tập hợp của các giao dịch mua bán, chuyển nhượng chứng khoán [67].

*Hai là*, giám sát các chủ thể hoạt động trên TTCK nhằm đảm bảo sự tuân thủ luật pháp của những chủ thể này về chứng khoán và TTCK, không bao gồm sự tham gia của các chủ thể này trong giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán. Các nội dung giám sát đối với hoạt động của các chủ thể này có thể kể đến như giám sát hoạt động phát hành ra công chứng của các công ty đại chúng, giám sát hoạt động của CTCK, CTQLQ, QĐT.

Như vậy, *giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán* thuộc nội dung thứ nhất của *giám sát thị trường chứng khoán*. Trên cơ sở khái niệm chung về *giám sát thị trường chứng khoán*, khái niệm ***giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán*** có thể được tiếp cận theo nhiều cách khác nhau.

Theo Investopedia [81], giám sát giao dịch chứng khoán là hoạt động điều tra và phòng ngừa các giao dịch thao túng, nội gián và các vi phạm pháp luật khác về giao dịch chứng khoán

Theo Securities Market in Japan [67], giám sát giao dịch chứng khoán là việc tổng hợp và phân tích thông tin thị trường nhằm phát hiện những giao dịch không công bằng, những hành vi vi phạm pháp luật và quy định.

Theo Michael J Aitken và James H Berry' mục tiêu giám sát thực chất là để duy trì một thị trường chứng khoán công bằng và hiệu quả [63]. Mặc dù có rất nhiều cách hiểu về sự công bằng và hiệu quả nhưng nhìn chung, có thể hiểu:

- Thị trường công bằng là thị trường mà mọi nhà đầu tư tham gia phải đối mặt với các điều kiện giao dịch như nhau. Ví dụ, lệnh được khớp dựa trên thời gian nó được chuyển tới hệ thống, không có người tham gia giao dịch hợp pháp nào đạt được quyền ưu tiên (ví dụ như người nắm thông tin ở các cơ quan nhà nước hoặc trong các công ty), vì vậy, không có nhà đầu tư tham gia giao dịch dựa trên những thông tin đặc quyền (giao dịch nội gián).

- Thị trường hiệu quả là thị trường mà người tham gia không thể can thiệp vào sức mạnh cung và cầu của thị trường tự do như giá của chứng khoán niêm yết. Nếu sự can thiệp diễn ra thì nó được ví như sự thao túng thị trường. Như vậy, nếu giám sát giao dịch chứng khoán được thực hiện thì thị trường chứng khoán sẽ đạt được một mức hiệu quả nào đó. Đây là cơ sở lý thuyết quan trọng để kiểm định tính hiệu quả của TTCKVN trong chương 2 nhằm đánh giá mức độ tác động của hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán đối với thị trường.

Lý thuyết thị trường hiệu quả là một trong những lý thuyết chính thống và nền tảng của ngành tài chính, là cơ sở cho các nghiên cứu và phân tích chứng khoán. Đầu thế kỷ 20, các nghiên cứu về thị trường hiệu quả bắt đầu được công bố, sau nhiều năm, lý thuyết thị trường hiệu quả chính thức và chi tiết được tác giả E.F.Fama công bố năm 1969.

Theo E.F.Fama, *thị trường hiệu quả* [60] là thị trường được điều chỉnh tức thời bởi các thông tin mới. Một thị trường được coi là hiệu quả phải thỏa mãn các giả định của lý thuyết thị trường hiệu quả, đó là:

*Thứ nhất*, phải có một số lượng lớn các đối thủ cạnh tranh trên thị trường, với mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận, tiến hành phân tích và định giá chứng khoán độc lập với nhau.

*Thứ hai*, thông tin mới được công bố hoàn toàn ngẫu nhiên và tự động.

*Thứ ba*, các nhà đầu tư trên thị trường luôn điều chỉnh lợi nhuận kỳ vọng thông qua giá chứng khoán khi thông tin được công bố, giá chứng khoán phản ứng tức thời với các thông tin mới được công bố.

Theo F. Mishkin[61], một thị trường được coi là thị trường hiệu quả theo nghĩa thông tin phải thỏa mãn các điều kiện:

*Một là*, thị trường không có "ma sát", hay những rào cản về thuế và phí đối với nhà đầu tư là thấp nhất.

*Hai là*, chi phí tích tụ, tập trung và phân phối vốn là nhỏ nhất.

*Ba là*, phân phối vốn một cách hiệu quả thông qua cơ chế xác lập giá và thầu tóm trên TTCK.

*Bốn là*, thị trường phải là thị trường hoàn hảo, tức là thông tin phải hoàn hảo, cạnh tranh phải hoàn hảo và sự can thiệp của Nhà nước là thấp nhất có thể.

Các nghiên cứu về thị trường hiệu quả đều cho rằng, có 3 cấp độ hay 3 dạng hiệu quả, đó là thị trường hiệu quả dạng yếu, thị trường hiệu quả dạng trung bình và thị trường hiệu quả dạng mạnh. Nếu một thị trường không đạt được mức hiệu quả dạng yếu thì đương nhiên không đạt được mức hiệu quả cao hơn, tức là dạng trung bình và dạng mạnh.

Sự liên hệ mật thiết của những mục tiêu giám sát đảm bảo rằng thị trường tiếp tục được công khai hoàn toàn, nhà đầu tư được bảo vệ các quyền và lợi ích hợp pháp.

Những phân tích trên cho phép khái quát như sau: *giám sát giao dịch chứng khoán là việc chủ thể giám sát theo dõi, phân tích giao dịch, kiểm tra đối tượng giám sát nhằm ngăn ngừa, phát hiện và xử lý kịp thời các vi phạm, duy trì sự công bằng và tính hiệu quả của thị trường chứng khoán, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư.*

Hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán thực hiện với sự trợ giúp của hệ thống máy tính, phần mềm chuyên dùng, các tài liệu, báo cáo, cơ sở dữ liệu, các chỉ tiêu giám sát, trong khuôn khổ các quy định pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

Trên cơ sở khái niệm giám sát giao dịch, những vấn đề cần được nghiên cứu tiếp theo bao gồm chủ thể giám sát, đối tượng giám sát, nội dung, phương pháp và chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK.

## **1.2.2. Chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán**

### **1.2.2.1. Khái niệm chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán**

Chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán là tổ chức thực hiện chức năng giám sát, gồm nhiều bộ phận, có chức năng giám sát các giao dịch chứng khoán và sự tham gia của các đối tượng giám sát trong giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán, từ đó, có những biện pháp xử lý hoặc kiến nghị các cơ quan chức năng xử lý vi phạm theo quy định của pháp luật. Tùy vào mô hình giám sát của từng nước, chủ thể giám sát có thể có những đặc thù riêng nhưng tại hầu hết các thị trường chứng khoán phát triển, chủ thể giám sát là UBCK hoặc các cơ quan giám sát tài chính có chức năng tương đương và các tổ chức tự quản.

UBCK hoặc các cơ quan giám sát tài chính ở các TTCK trên thế giới thường là các cơ quan thuộc chính phủ, có chức năng quản lý nhà nước và giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán. Ở Việt Nam, theo quy định của Luật Chứng khoán, UBCKNN là cơ quan thuộc Bộ Tài chính [34].

Trên TTCK, các tổ chức tự quản hay các tổ chức tự định chế có hai đặc điểm cơ bản [32]:

*Một là*, về cơ chế tài chính, tổ chức tự quản phải tự cân đối thu - chi dựa vào nguồn thu từ các hoạt động trên thị trường.

*Hai là*, hoạt động phải nhằm phục vụ lợi ích chung của thị trường.

Như vậy, các tổ tự quản là các tổ chức quản lý thị trường chứng khoán trong phạm vi khuôn khổ quy định của pháp luật. Thông thường, trên thị trường chứng khoán có hai tổ chức tự quản là SGDCK và HHKDCK. Tùy thuộc cấu trúc TTCK ở mỗi nước, chức năng của các tổ chức tự quản có thể khác nhau.

Chủ thể giám sát cùng với các quy định của pháp luật, quy chế của các tổ chức tự quản tham gia giám sát, các chỉ tiêu giám sát và các công cụ hỗ trợ tạo thành hệ thống giám sát [63]. Để nghiên cứu giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK, cần tìm hiểu mô hình của hệ thống giám sát.

#### ***1.2.2.2. Mô hình giám sát***

Tại hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới, hệ thống giám sát thị trường bao gồm hai cấp: cấp giám sát thứ nhất do các tổ chức tự quản thực hiện (SGDCK, Hiệp hội Kinh doanh chứng khoán) và cấp giám sát thứ hai do cơ quan quản lý thực hiện (UBCK hoặc Cơ quan giám sát tài chính). Do các tổ chức tự quản có mục tiêu đầu tiên là bảo vệ lợi ích của các thành viên của tổ chức nên cơ quan quản lý là UBCK cần thực hiện việc giám sát ở cấp độ cao hơn nhằm thực hiện mục tiêu bảo vệ nhà đầu tư và duy trì tính toàn vẹn



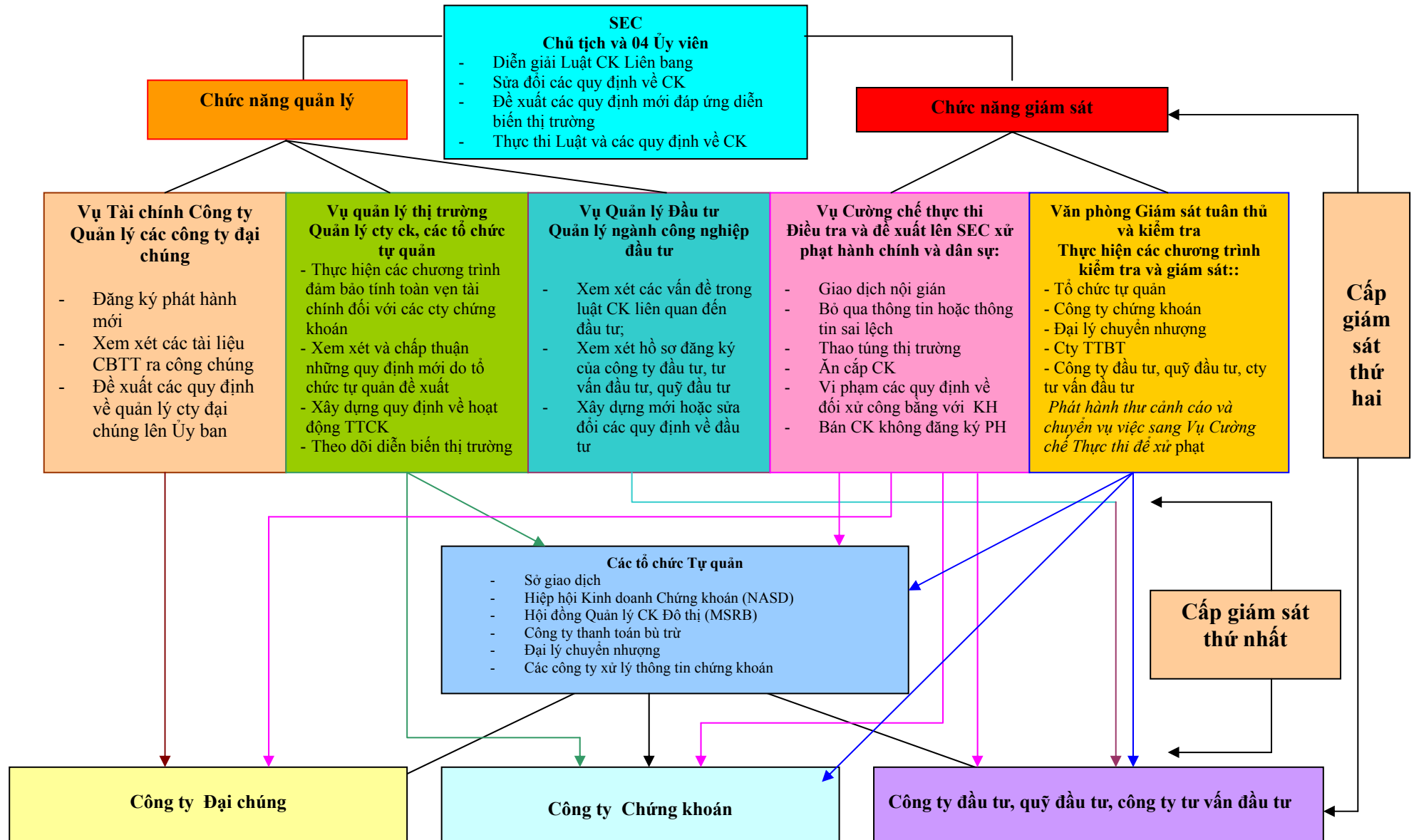
của thị trường. Giám sát của SGDCK và giám sát của Hiệp hội Kinh doanh chứng khoán (HHKDCK) chủ yếu tập trung phát hiện và xử lý (trong phạm vi quyền hạn của tổ chức) những giao dịch và hành vi kinh doanh, đầu tư bất thường của các thành viên và nhà đầu tư tham gia thị trường. Trong khi đó, giám sát của UBCK bao trùm toàn bộ thị trường, hoạt động của các tổ chức tự quản, các trung gian tài chính, thành viên thị trường cũng như người hành nghề và nhà đầu tư. Hai cấp giám sát này cần được liên kết và phối hợp chặt chẽ để tạo nên hiệu quả của công tác giám sát và thực thi luật pháp. Mô hình giám sát hai cấp của TTCK Mỹ [55] là một ví dụ điển hình (Sơ đồ 1.4).

Để thực hiện tốt hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán, tại một số thị trường phát triển, UBCK đã thực hiện việc chuyên biệt hóa các cơ quan giám sát và cơ quan cưỡng chế thực thi luật pháp.

- Giám sát tuân thủ là việc kiểm tra, giám sát sự tuân thủ các quy định quản lý của các đối tượng quản lý, bao gồm công ty đại chúng, CTCK, các QĐT và công ty đầu tư, các tổ chức tự quản.

- Cưỡng chế thực thi luật pháp: Theo thông lệ quốc tế, khi các đợt kiểm tra định kỳ và thường xuyên của đơn vị thực hiện chức năng giám sát tuân thủ đã phát hiện được những vi phạm thì những vi phạm nặng cần xử phạt sẽ được chuyển sang cho đơn vị thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi luật pháp để xử lý.

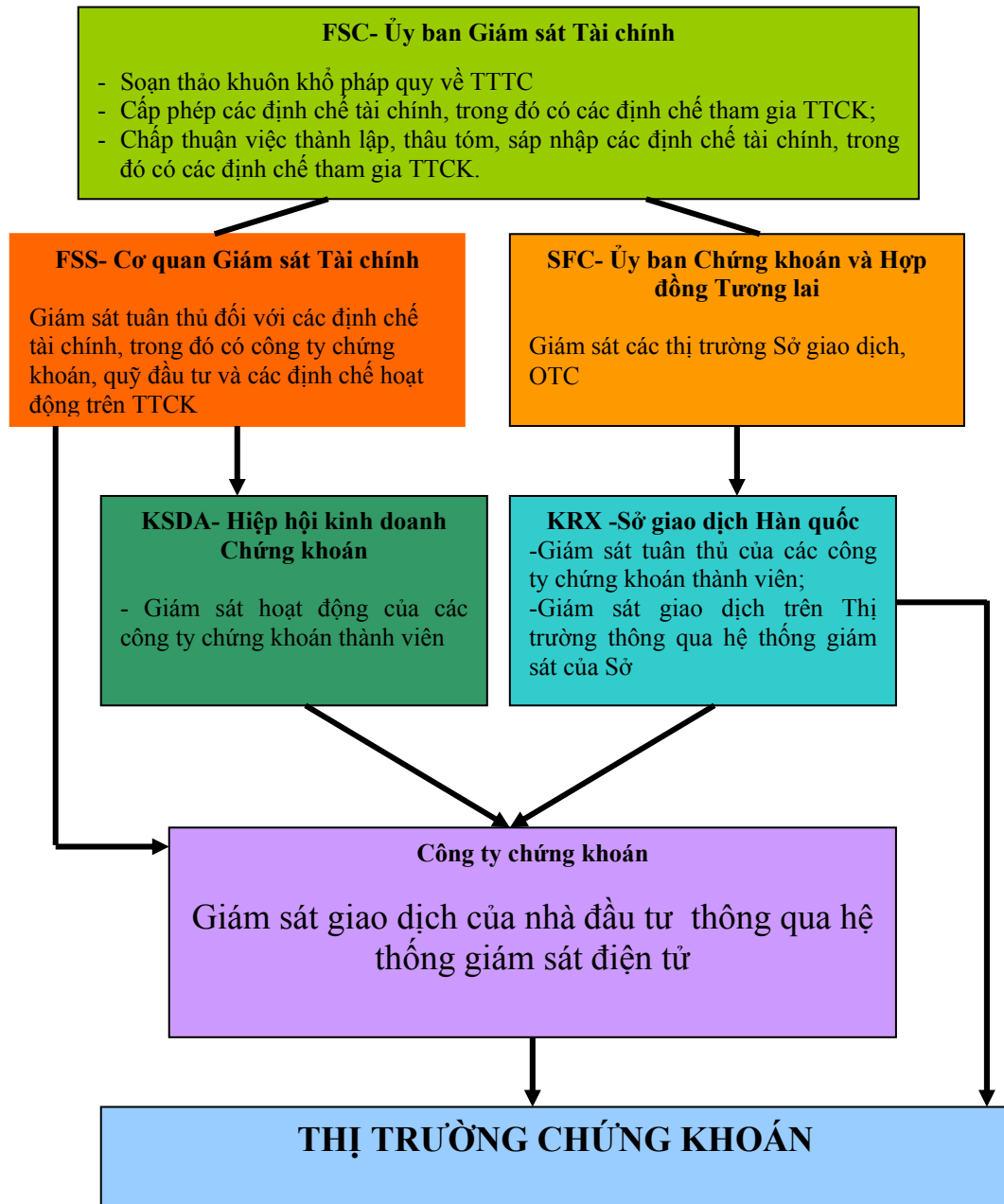
Nhật Bản là một trường hợp cho thấy rõ nhất sự đề cao vai trò của công tác giám sát khi UBCK của Nhật là SESC (Securities and Exchange Surveillance Commission) chỉ thực hiện riêng chức năng giám sát và cưỡng chế thực thi luật pháp trên thị trường chứng khoán. Các đơn vị trực thuộc SESC đảm nhiệm hai mảng công tác: giám sát tuân thủ do Phòng Giám sát Thị trường và Phòng Giám sát Tuân thủ thực hiện; thanh tra, xử phạt do Phòng Cưỡng chế Thực thi luật pháp thực hiện.



Sơ đồ 1.4: Mô hình giám sát hai cấp của thị trường chứng khoán Mỹ

Tại TTCK Hàn quốc, chức năng giám sát cũng được chuyên biệt hóa:

- FSC (Financial Supervisory Commission) là cơ quan trực thuộc Chính phủ, thực hiện quản lý ở cấp cao nhất đối với thị trường chứng khoán. Để thực hiện nhiệm vụ giám sát thị trường chứng khoán, FSC thành lập hai tổ chức trực thuộc, được gọi là hai “cánh tay giám sát” chuyên biệt là FSS và SFC.



(Nguồn: SGDCCK Hàn Quốc – [www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr))

Sơ đồ 1.5: Mô hình giám sát thị trường chứng khoán Hàn Quốc

- FSS (Financial Supervisory Services) trực thuộc FSC, là cơ quan thừa hành, kiểm tra và giám sát các định chế tham gia thị trường tài chính.

- SFC (Securities and Future Commission) thực hiện việc giám sát các hành vi vi phạm trên thị trường chứng khoán và hợp đồng tương lai, giám sát việc thực hiện các quy định về kiểm toán, kế toán.

Tại Hồng Kong, trong cơ cấu của SFC có Vụ Cường chế Thực thi Luật pháp (Enforcement Department) thực hiện việc điều tra và xử phạt và Vụ Giám sát Thị trường (Supervision of Markets Department) thực hiện công tác giám sát các trung gian tài chính trên TTCK và các tổ chức tự quản.[70]

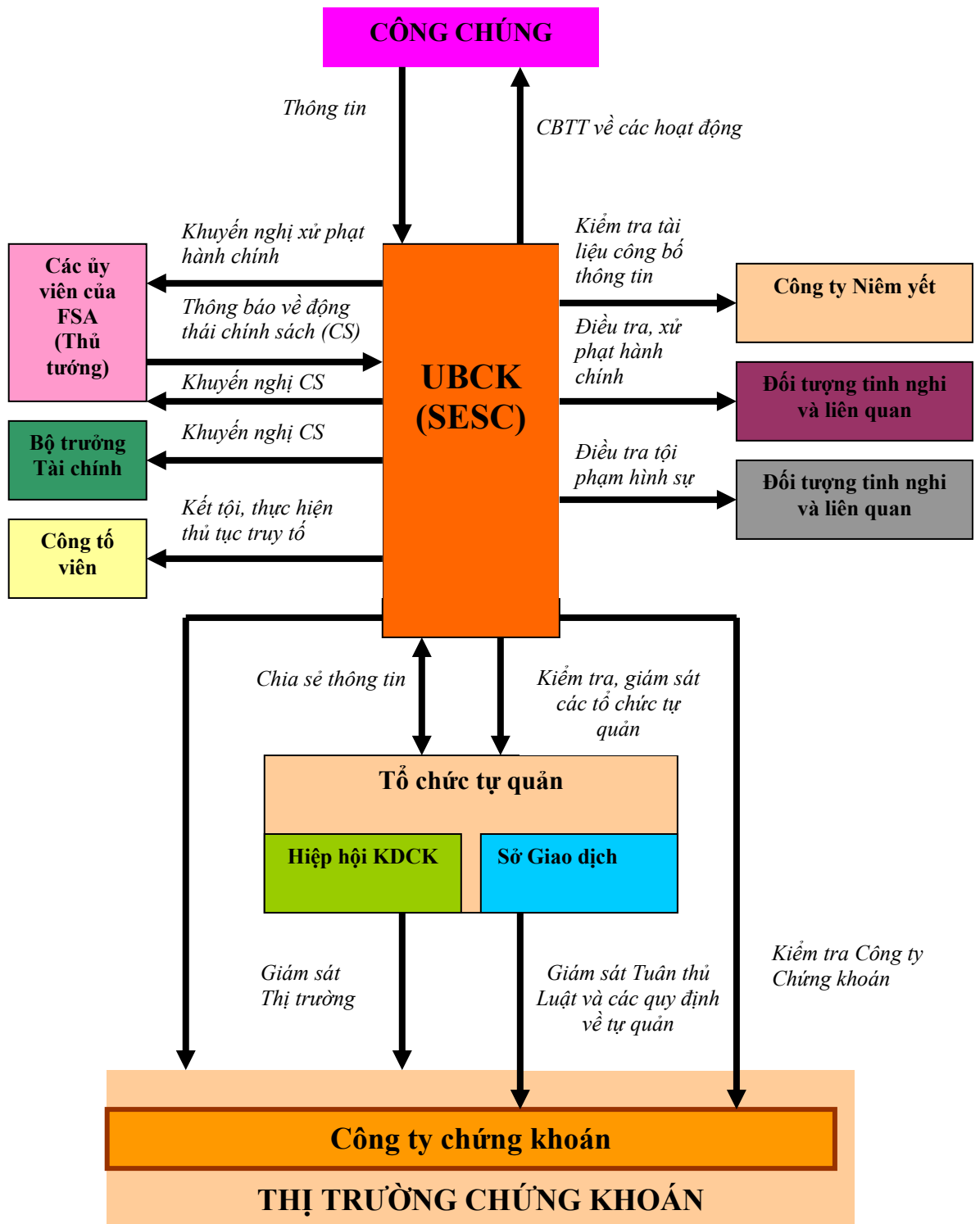
Kinh nghiệm cho thấy để đảm bảo hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán, quan hệ giữa các chủ thể giám sát cần được xác lập một cách khoa học, phù hợp với sự phát triển của thị trường chứng khoán.

### ***1.2.2.3. Quan hệ giữa các chủ thể giám sát trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán***

Nghiên cứu mối quan hệ trong giám sát giao dịch chứng khoán của UBCK và các tổ chức tự quản để hiểu rõ hơn các nguyên tắc của mô hình giám sát. Mối quan hệ này cần được xem xét dưới hai góc độ:

- Các tổ chức tự quản là đối tượng giám sát của UBCK
- Các tổ chức tự quản là chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán.

Sơ đồ hệ thống giám sát hai cấp của TTCK Nhật Bản [57] cho thấy mối quan hệ giữa UBCK và các tổ chức tự quản trong giám sát giao dịch chứng khoán (Sơ đồ 1.6).



(Nguồn: SESC Annual Report 2007/2008)

Sơ đồ 1.6: Mô hình giám sát 2 cấp của thị trường chứng khoán Nhật Bản

### **a. Các tổ chức tự quản là đối tượng giám sát của Ủy ban chứng khoán**

Các tổ chức tự quản là đối tượng giám sát của UBCK. Để duy trì tính ổn định của thị trường, các UBCK thường được trao thẩm quyền để tiến hành thanh tra, giám sát các tổ chức tự quản. Trong phạm vi giám sát TTCK, Sở giao dịch và HHKDCK là các tổ chức tự quản đóng vai trò quan trọng nhất trong cơ cấu giám sát hai cấp.

UBCK giám sát TTCK một cách gián tiếp thông qua giám sát các tổ chức tự quản với hai nguyên tắc:

- UBCK xem xét và chấp thuận các quy định, quy chế về tổ chức, hoạt động, các quy định quản lý thị trường và quản lý thành viên của các tổ chức tự quản. Tại mô hình TTCK Mỹ, chức năng này do Vụ Quản lý Thị trường thực hiện. Vụ này là đơn vị đồng thời quản lý các CTCK và các tổ chức tự quản [55]. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, mặc dù những quy định của tổ chức tự quản là do các tổ chức này tự soạn thảo, nhưng cần có sự xem xét và chấp thuận của đơn vị thực hiện chức năng quản lý tại các UBCK xem xét, thông qua trước khi ban hành;

- UBCK giám sát tuân thủ và kiểm tra các tổ chức tự quản xem họ có thực hiện đúng những nhiệm vụ quản lý thành viên và giám sát thị trường của mình hay không và thực hiện các biện pháp điều tra, xử phạt các tổ chức tự quản theo luật định. Các hoạt động này do các đơn vị thực hiện chức năng giám sát thực hiện.

### **b. Các tổ chức tự quản là chủ thể giám sát**

Khi xét từ góc độ UBCK và các tổ chức tự quản đồng thời là chủ thể thực hiện các hoạt động giám sát trên thị trường thì mối quan hệ giữa UBCK và tổ chức tự quản là quan hệ phối hợp thực hiện công tác giám sát.

Việc giám sát này được thực hiện với nguyên tắc: UBCK thực hiện công tác giám sát thị trường và giám sát các thành viên thị trường (công ty

niêm yết, CTCK, QĐT, các tổ chức tự quản) song song với việc các tổ chức tự quản trực tiếp giám sát giao dịch và giám sát các thành viên thị trường. Sự liên kết giữa hai cấp giám sát được thực hiện thông qua cơ chế trao đổi thông tin và báo cáo giữa tổ chức tự quản và UBCK.

Mặc dù ba nguyên tắc trên được hầu hết các TTCK tuân thủ nhưng có một số khác biệt về phạm vi giám sát của UBCK trong mối quan hệ với các tổ chức tự quản.

Tại mô hình thị trường chứng khoán Nhật Bản [57], do UBCK chỉ thực hiện chức năng giám sát, các đơn vị trong SESC trực tiếp tiến hành các hoạt động giám sát đối với cả 4 đối tượng là: giao dịch hàng ngày trên thị trường (Phòng Giám sát Thị trường), công ty đại chúng (Phòng giám sát công bố Thông tin), các trung gian tài chính trên TTCK, bao gồm cả QĐT, CTCK (Phòng Giám sát Tuân thủ) và các tổ chức tự quản (Phòng Giám sát tuân thủ). Công tác giám sát thị trường chủ yếu do UBCK thực hiện, kể cả việc giám sát diễn biến hàng ngày của thị trường.

SESC cũng trực tiếp giám sát các công ty đại chúng. Phòng Giám sát Công bố Thông tin và Điều tra Xử phạt Dân sự của SESC có quyền yêu cầu các công ty gửi báo cáo chi tiết và thực hiện giám sát, điều tra đối với việc công bố thông tin của công ty đại chúng.

Có thể thấy rằng trong mô hình giám sát TTCK của Nhật, có hai lĩnh vực mà UBCK và tổ chức tự quản cùng thực hiện việc giám sát trực tiếp là giao dịch của thị trường và công bố thông tin trên thị trường thứ cấp của công ty đại chúng. Đây là một quy trình khép kín, giữa UBCK và tổ chức tự quản có sự trao đổi thông tin để phối hợp giám sát.

Một cách tiếp cận khác, theo mô hình của Mỹ, phạm vi giám sát trực tiếp của UBCK Mỹ (SEC) bao gồm ba đối tượng: Công ty môi giới, kinh doanh chứng khoán, các QĐT và các tổ chức tự quản. Trong mô hình này,

UBCK không trực tiếp giám sát giao dịch và việc công bố thông tin của công ty đại chúng trên thị trường thứ cấp. Hai nhiệm vụ này được giao hoàn toàn cho Sở Giao dịch Chứng khoán trực tiếp thực hiện. UBCK chỉ giám sát một cách gián tiếp thông qua việc xem xét, chấp thuận các quy định tự quản của Sở và chế độ báo cáo, trao đổi thông tin giữa Sở và UBCK [75].

Qua nghiên cứu các mô hình giám sát của TTCK Nhật Bản và TTCK Mỹ, có thể nhận thấy mô hình của Nhật Bản chú trọng vào chức năng giám sát của UBCK, phạm vi giám sát của UBCK bao trùm toàn bộ thị trường, bao gồm giám sát công ty đại chúng, giám sát thị trường, giám sát CTCK và QĐT, giám sát tổ chức tự quản. Trong khi đó, mô hình của Mỹ cho thấy sự phân quyền đáng kể cho các tổ chức tự quản trong việc giám sát thị trường và giám sát công ty đại chúng, UBCK Mỹ chỉ làm nhiệm vụ giám sát các CTCK, các công ty/QĐT và các tổ chức tự quản.

### **1.2.3. Đối tượng giám sát**

Đối tượng giám sát là các tổ chức và cá nhân tham gia giao dịch chứng khoán hoặc cung cấp dịch vụ có liên quan đến giao dịch chứng khoán, bao gồm các tổ chức tự quản, công ty niêm yết, CTCK, các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán (CTQLQĐTCK), QĐT ở các mô hình khác nhau, các nhà đầu tư, các tổ chức và cá nhân có liên quan khác.

#### **1.2.3.1. Các tổ chức tự quản**

Như đã đề cập trong phần *Mô hình giám sát*, các tổ chức tự quản là đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán gồm SGDCK và HHKDCK. SGDCK vận hành thông qua bộ máy tổ chức và hệ thống các quy định, văn bản pháp luật về GDCK, trên cơ sở Luật chứng khoán và các luật liên quan. HHKDCK là tổ chức tự quản của các CTCK và một số thành viên khác hoạt động trong ngành chứng khoán, được thành lập nhằm mục đích bảo vệ lợi ích cho các thành viên và các nhà đầu tư trên thị trường. Các tổ chức tự quản chịu sự



giám sát hoạt động từ UBCK, đồng thời, cũng giám sát giao dịch chứng khoán của các thành viên tham gia TTCK.

#### ***1.2.3.2. Công ty niêm yết***

Công ty niêm yết (CTNY) là một trong những đối tượng chính của hoạt động giám sát. Các thông tin về tình hình tài chính và hoạt động của các CTNY luôn là yếu tố quan trọng tác động trực tiếp tới giá chứng khoán. Người có khả năng nắm giữ thông tin quan trọng là những đối tượng cần tập trung giám sát vì dễ liên quan đến hành vi giao dịch nội gián hay công tác công bố thông tin, ảnh hưởng đến tính công bằng, công khai của thị trường.

#### ***1.2.3.3. Công ty chứng khoán***

CTCK tham gia giao dịch trên SGDCK với tư cách là người kinh doanh chứng khoán, đồng thời, là người trung gian môi giới. CTCK nắm giữ các thông tin cá nhân về khách hàng và các thông tin giao dịch của khách hàng; trực tiếp thực hiện các hoạt động giao dịch cho các nhà đầu tư nên dễ phát sinh các mâu thuẫn về quyền lợi giữa nhà đầu tư và CTCK, nhân viên kinh doanh chứng khoán, môi giới làm việc tại CTCK thành viên. Việc giám sát các CTCK nhằm đảm bảo việc tuân thủ các pháp luật về chứng khoán và TTCK đối với các đối tượng này cũng như tuân thủ các quy định, nguyên tắc của SGDCK nhằm ngăn ngừa những hành vi có thể gây tổn hại đến lợi ích của nhà đầu tư và tính công bằng của thị trường.

#### ***1.2.3.4. Quỹ đầu tư chứng khoán***

QĐT chứng khoán là một tổ chức đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, được hình thành bởi những người tiết kiệm và những người đầu tư cùng góp vốn để thực hiện đầu tư chứng khoán, nhằm đa dạng hoá lĩnh vực đầu tư, phân tán rủi ro. Quỹ đầu tư (QĐT) có thể hoạt động theo mô hình công ty (hay còn gọi là công ty đầu tư chứng khoán - CTĐTCK) hoặc theo mô hình hợp đồng, có sự quản lý của công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán

(CTQLQĐTCK). Với quy mô vốn lớn, hoạt động giao dịch chứng khoán của QĐT có thể tác động đến giao dịch chung của thị trường. Vì vậy, QĐT phải hoạt động theo nguyên tắc nghiêm ngặt nhằm đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư vào quỹ và phải được giám sát chặt chẽ trong giao dịch chứng khoán nhằm đảm bảo tính công bằng, công khai, minh bạch.

#### ***1.2.3.5. Các tổ chức và cá nhân có liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán***

Ngoài các đối tượng giám sát trên, các tổ chức, cá nhân có liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán là ngân hàng thương mại cung cấp dịch vụ mở tài khoản tiền đầu tư chứng khoán, các nhà đầu tư tổ chức, cá nhân thuộc diện phải công bố thông tin giao dịch và những đối tượng có thể có tác động đến thị trường là những người có liên quan cần được giám sát chặt chẽ.

#### **1.2.4. Nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của Ủy ban Chứng khoán**

##### ***1.2.4.1. Nội dung***

Như đã phân tích ở những phần trước, cơ quan quản lý thị trường chứng khoán có hai chức năng chính: chức năng quản lý và chức năng giám sát. Chức năng giám sát hay còn được gọi là chức năng duy trì trật tự kỷ cương thị trường được các UBCK thực hiện song song với chức năng quản lý. Mục tiêu trên hết của việc giám sát là để bảo vệ nhà đầu tư. Tại những quốc gia thiết lập cơ quan giám sát tài chính đơn nhất cho toàn bộ thị trường tài chính (bao gồm cả ba khu vực ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán) thì chức năng giám sát của cơ quan quản lý chứng khoán lại càng được nhấn mạnh hơn nữa. Tại Nhật Bản, FSA (Financial Supervisory Agency) là cơ quan giám sát toàn bộ thị trường tài chính, trong đó, SESC thuộc quyền quản lý trực tiếp của FSA. Trong mô hình này, SESC là cơ quan tương đương UBCK của các nước khác, chỉ thực hiện chức năng giám sát [57].

Tùy theo mô hình giám sát của các TTCK, nội dung giám sát và

phương thức giám sát của mỗi cấp giám sát có sự khác nhau.

Tại thị trường chứng khoán Nhật Bản [72], công tác giám sát thị trường chủ yếu do SESC thực hiện, kể cả việc giám sát diễn biến hàng ngày của thị trường. Trong khi đó, theo mô hình của Mỹ, phạm vi giám sát trực tiếp của UBCK Mỹ thu hẹp hơn, bao gồm việc giám sát ba đối tượng:

- Các tổ chức tự quản
- Công ty môi giới, kinh doanh chứng khoán
- Các QĐT.

Trong mô hình này, UBCK không trực tiếp giám sát giao dịch hàng ngày và việc công bố thông tin của công ty đại chúng trên thị trường thứ cấp. Hai nhiệm vụ này được giao hoàn toàn cho Sở Giao dịch Chứng khoán trực tiếp thực hiện. UBCK chỉ giám sát một cách gián tiếp thông qua việc xem xét, chấp thuận các quy định tự quản của Sở và chế độ báo cáo, trao đổi thông tin giữa Sở và UBCK [73].

Theo mô hình của Nhật Bản, UBCK (SESC) trực tiếp tiến hành các giám sát giao dịch chứng khoán đối với cả 4 nội dung:

- *Giám sát các tổ chức tự quản trong các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán.* Trong nội dung này, UBCK xem xét và chấp thuận các quy định, quy chế về tổ chức, hoạt động, các quy định quản lý thị trường và quản lý thành viên của các tổ chức tự quản. Đồng thời, UBCK giám sát sự tuân thủ và kiểm tra các tổ chức tự quản trong hoạt động quản lý thành viên và giám sát thị trường của mình, thực hiện các biện pháp điều tra, xử phạt các tổ chức tự quản theo luật định.

- *Giám sát giao dịch hàng ngày trên thị trường.* Giám sát giao dịch chứng khoán nhằm ngăn ngừa, phát hiện các giao dịch và hành vi vi phạm pháp luật về giao dịch chứng khoán, bao gồm hành vi gian lận hoặc lừa đảo trong giao dịch chứng khoán, giao dịch nội gián, giao dịch thao túng thị

trường, các hành vi vi phạm khác theo quy định của pháp luật.

- *Giám sát công ty niêm yết, công ty đại chúng trong các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán.* Tùy thuộc vào cấu trúc TTCK, trên SGDCK, đối tượng giám sát là công ty niêm yết, trên thị trường OTC, đối tượng giám sát là công ty đại chúng đăng ký giao dịch. Nội dung giám sát công ty niêm yết, công ty đại chúng là giám sát hoạt động công bố thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán theo luật định.

- *Giám sát các trung gian tài chính trên thị trường chứng khoán, bao gồm cả QĐT, CTCK trong các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán.* Trong nội dung này, tùy vào hoạt động của các trung gian tài chính, UBCK giám sát theo những nội dung khác nhau. Với CTCK, UBCK giám sát việc ban hành các quy định, thực hiện quy trình đặt lệnh, chuyển lệnh giao dịch chứng khoán cho khách hàng của CTCK, việc thực hiện chế độ kiểm soát nội bộ và các quy định khác liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán. Với các QĐT chứng khoán, UBCK giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán và công bố thông tin liên quan đến giao dịch theo quy định của pháp luật. Với các trung gian tài chính khác, nội dung giám sát tập trung vào hoạt động cung cấp các dịch vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán của các tổ chức này.

#### **1.2.4.2. Phương thức giám sát**

Với những nội dung giám sát như trên, phương thức giám sát được thực hiện thông qua *theo dõi, phân tích các hoạt động liên quan đến giao dịch và thu thập, xác minh thông tin từ công chúng.* Các phương thức này được thực hiện tại hầu hết các TTCK trên thế giới.

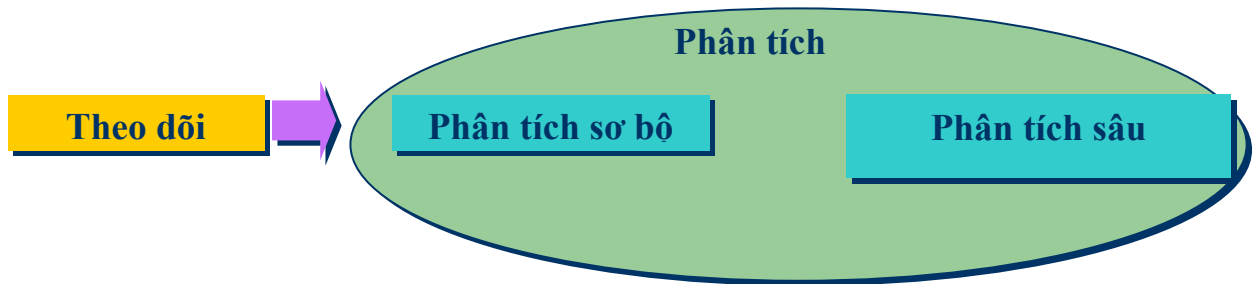
##### **a. Phương thức theo dõi, phân tích các hoạt động liên quan đến giao dịch**

Theo phương thức này, hoạt động giám sát được thực hiện gồm ba bước:

**Bước 1:** Theo dõi thị trường giao dịch

Các hoạt động ở bước này nhằm phát hiện giao dịch nội gián và giao dịch thao túng, bao gồm:

- Sự thay đổi giá và khối lượng chứng khoán giao dịch
- Thông tin công bố và báo cáo của các thành viên thị trường
- Thông tin từ phía các nhà đầu tư
- Tình trạng giao dịch của các tài khoản của CTCK và nhà đầu tư
- Sự thay đổi tỷ lệ nắm giữ của những nhà đầu tư thuộc diện phải công bố thông tin



*Nguồn: SESC Annual Report 2007/2008*

**Sơ đồ 1.7: Quy trình giám sát giao dịch chứng khoán**

**Bước 2:** Phân tích sơ bộ, tìm hiểu tại sao giá chứng khoán thay đổi

- Do khuyến nghị từ người phân tích hay tư vấn đầu tư?
- Bị ảnh hưởng từ thông tin báo chí
- Các thông tin nhận được và phản ánh của nhà đầu tư đáng tin cậy đến mức nào?

**Bước 3:** Phân tích sâu

- Kiểm tra các báo cáo giao dịch và tài liệu từ CTCK
- Tái hiện bảng dữ liệu giao dịch: Ai là người mua, bán tại thời điểm nào và với những mức giá nào?
- Xem xét mối quan hệ giữa các nhà đầu tư

- Kết luận về khả năng vi phạm pháp luật

**Bảng 1.1: Số liệu vi phạm hàng năm tại TTCK Nhật Bản**

	2000	2001	2002	2003	2004	2006	2007
Số vi phạm	265	392	684	687	674	1039	1098
Thao túng thị trường	62	112	147	154	153	141	141
Giao dịch nội gián	190	249	495	500	506	884	951
Khác	13	31	42	33	15	14	6

(Nguồn: *SESC Annual Report 2007/2008*)

**b. Phương thức thu thập, xác minh thông tin từ công chúng**

Phương thức này rất cần thiết cho việc theo dõi, phân tích, kiểm tra. Trong phương thức này, cơ quan giám sát thực hiện những biện pháp sau:

- Tạo ra những kênh cung cấp thông tin một cách dễ dàng qua internet: Có website riêng, có đường link từ nhiều trang web khác nhau.
- Gặp gỡ các nhà đầu tư để hỏi thông tin
- Từ các phương tiện thông tin đại chúng

**1.2.5. Nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của các tổ chức tự quản**

Như đã trình bày ở trên, các tổ chức tự quản, trong phạm vi quyền hạn, chức năng của mình, thường đưa ra các quy định, quy tắc nhằm ngăn chặn các hành vi thao túng thị trường, giao dịch nội gián và các hành vi vi phạm pháp luật khác của các thành viên thị trường.

Theo quy định của Luật chứng khoán Mỹ, các công ty môi giới và tự doanh chứng khoán buộc phải tham gia ít nhất một tổ chức tự quản (SRO-Self Regulatory Organisation) [73]. Thông thường, các công ty này là thành viên

của nhiều tổ chức tự quản và cùng một lúc chịu sự giám sát của các tổ chức này. Chính vì thế, giữa các tổ chức tự quản có sự phân định chức năng giám sát đối với các CTCK để hạn chế giám sát chồng chéo, tăng cường bảo vệ nhà đầu tư và hợp tác giữa các SRO. Các tổ chức tự quản ở Mỹ bao gồm SGDCK Mỹ (AMEX), Sở giao dịch quyền chọn Chicago (CBOE), HHKDCK (NASD), SGDCK New York (NYSE) và Hiệp hội quản lý chứng khoán Bắc Mỹ (NASAA) (gọi chung là cơ quan quản lý về chứng khoán) đều tham gia vào công tác giám sát các công ty môi giới và tự doanh.

Trong các mô hình giám sát khác nhau, nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán được thực hiện khác nhau ở các cấp giám sát. Phần tiếp theo sẽ nghiên cứu hoạt động giám sát của Sở giao dịch chứng khoán và HHKDCK.

#### ***1.2.5.1. Nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán***

##### **a. Nội dung**

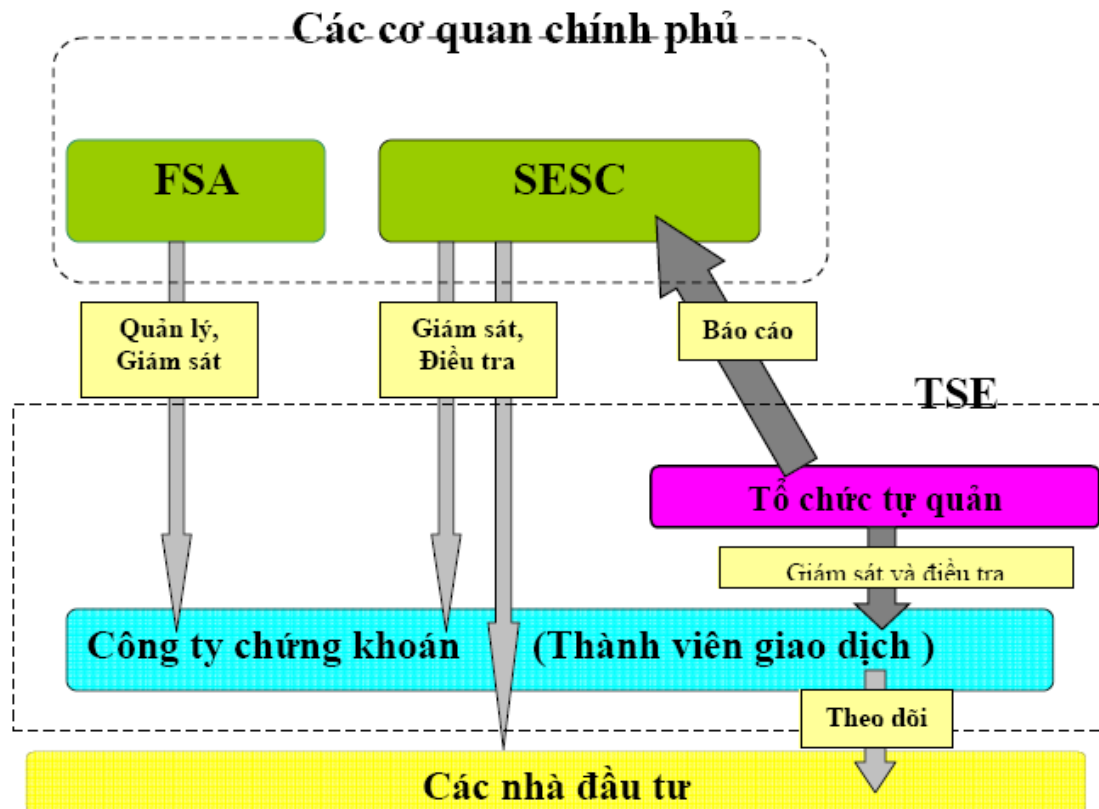
Theo mô hình của Mỹ, phạm vi giám sát trực tiếp của UBCK Mỹ chỉ bao gồm việc giám sát ba đối tượng là các tổ chức tự quản, công ty môi giới, kinh doanh chứng khoán và các QĐT. Như vậy, SGDCK sẽ thực hiện trực tiếp toàn bộ hoạt động giám sát giao dịch và công bố thông tin của công ty niêm yết, các thành viên của SGDCK [55].

Theo mô hình của Nhật Bản, UBCK trực tiếp giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK, đồng thời, SGDCK cũng thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán trên cơ sở hệ thống giám sát của SGDCK [57].

Như vậy, SGDCK giám sát giao dịch chứng khoán theo ba nội dung chính sau:

*Một là*, giám sát giao dịch chứng khoán diễn ra trên SGDCK nhằm ngăn ngừa, phát hiện các giao dịch và hành vi vi phạm pháp luật về giao dịch chứng khoán, bao gồm:

- Các hành vi gian lận hoặc lừa đảo trong giao dịch chứng khoán
- Các giao dịch nội bộ
- Các giao dịch thao túng thị trường
- Các hành vi vi phạm khác theo quy định của pháp luật.



(Nguồn: SGDCK Tokyo – TSE)

**Hình 1.1: FSA, SESC và TSE đồng thời giám sát giao dịch trên TSE**

*Hai là*, giám sát công bố thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán được niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán của các tổ chức niêm yết chứng khoán, CTCK, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, QĐT chứng khoán đại chúng, công ty đầu tư chứng khoán và nhà đầu tư.

*Ba là*, giám sát việc tuân thủ chế độ báo cáo, các quy định về niêm yết chứng khoán đối với tổ chức niêm yết chứng khoán.



**b. Phương thức giám sát**

Với ba nội dung chính như trên, SGDCK giám sát giao dịch chứng khoán thông qua các phương thức sau:

*Một là*, giám sát các thành viên thông qua các quy chế thành viên

Sở giao dịch chứng khoán giám sát các CTCK thành viên để đảm bảo việc các CTCK thành viên tuân thủ các quy định về thanh toán, thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán, việc tuân thủ các chính sách và quy trình nội bộ hoặc các quy định khác có liên quan đến kinh doanh chứng khoán.

SGDCK được tổ chức thành một số bộ phận, với chức năng giám sát khác nhau. Phương thức giám sát này thuộc chức năng của bộ phận giám sát tuân thủ, với chức năng chính là giám sát tuân thủ việc thực hiện các quy định của các thành viên của SGDCK. Nhiệm vụ của Bộ phận Giám sát tuân thủ là giám sát việc tuân thủ quy định của các thành viên, phối hợp chặt chẽ với bộ phận tuân thủ và đội ngũ quản lý của các CTCK thành viên, hướng dẫn các thành viên trong việc thực thi các quy định. Khi phát hiện các lỗi vi phạm nghiêm trọng quy chế thành viên của Sở GDCK, bộ phận giám sát tuân thủ sẽ chuyển vụ việc sang Bộ phận điều tra. Đối với các lỗi vi phạm luật, vụ việc sẽ được chuyển sang Bộ phận Thanh tra và Cường chế thực thi của UBCK.

*Hai là*, giám sát giao dịch thông qua hệ thống máy tính giám sát giao dịch tự động. Chức năng chính của giám sát thị trường là giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán cũng như ngăn chặn và điều tra các hoạt động giao dịch bất thường một cách kịp thời và chính xác. Thông thường, các Sở GDCK giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường thông qua một hệ thống máy tính giám sát giao dịch tự động.

Tại Sở GDCK Thái Lan, hệ thống này được gọi tắt là ATOMS (Automated Tools for Market Surveillance- Hệ thống giám sát tự động), cho phép giám sát các giao dịch diễn ra trên Sở GDCK (SET), phân tích các giao

dịch bất thường, cho phép điều tra các giao dịch có nghi ngờ và ghi chép lại sự việc vào hệ thống dữ liệu [22].

Hệ thống giám sát tự động thường gồm 3 hệ thống con:

- **Hệ thống cảnh báo tự động (Automated Alert System)**: cho phép giám sát giao dịch trực tuyến. Hệ thống này so sánh giá và khối lượng giao dịch của từng loại chứng khoán với các thông số có được từ các giao dịch quá khứ. Nếu có thay đổi giá hoặc khối lượng giao dịch bất thường, hệ thống cảnh báo sẽ đưa tín hiệu cảnh báo tới nhân viên giám sát giao dịch. Nhân viên này sẽ tiến hành điều tra vụ việc.

- **Hệ thống điều tra tự động (Automated Detection System)**: cho phép điều tra bằng cách thu thập và phân tích các thông tin giao dịch có liên quan. Hệ thống này được dùng trong 2 giai đoạn là phân tích sơ bộ và phân tích sâu.

- **Hệ thống cơ sở dữ liệu (Document System)**: là hệ thống quản lý thông tin hỗ trợ hệ thống cảnh báo và hệ thống phân tích. Nó được kết nối trực tiếp với hệ thống cảnh báo, hệ thống phân tích, hệ thống giao dịch chứng khoán, hệ thống quản lý thông tin của Sở GDCK và hệ thống công bố thông tin của các công ty niêm yết. Nhờ vậy, các nhân viên điều tra có thể dễ dàng tiếp cận mọi thông tin cần thiết một cách nhanh chóng và chính xác.

*Ba là*, giám sát các CTNY qua các quy định về niêm yết và công bố thông tin. SGDCK đều đặn tiến hành giám sát việc tuân thủ các quy định về niêm yết, yêu cầu các CTNY công bố thông tin ra thị trường, đảm bảo các công ty đăng ký niêm yết mới đáp ứng các tiêu chí chấp thuận niêm yết và xem xét chấp thuận niêm yết.

Một trong những phương thức giám sát các CTNY của SGDCK là đưa ra quy chế niêm yết. Quy chế này điều chỉnh việc chấp thuận niêm yết, niêm yết, đình chỉ và huỷ bỏ niêm yết đồng thời yêu cầu về việc công bố thông tin

liên tục và định kỳ của các CTNY và điều chỉnh một số hoạt động của các tổ chức này. SGDCK bao giờ cũng duy trì một bộ phận giám sát việc tuân thủ quy chế niêm yết của các công ty này. Khi cần thiết, SGDCK có thể đề xuất lên UBCK để hủy niêm yết nếu CTNY có những vi phạm trầm trọng.

Theo Luật Doanh nghiệp Australia [56],[77], quy định về niêm yết do Sở GDCK đưa ra là bắt buộc đối với các công ty niêm yết. Quy định này bổ sung các nghĩa vụ pháp lý và nghĩa vụ khác ngoài quy định thông thường của Luật Doanh nghiệp nhằm vừa bảo vệ lợi ích của các công ty niêm yết, vừa bảo vệ tối đa nhà đầu tư. Các quy định về niêm yết thường được chia thành hai phần, trong đó đưa ra các quy định đối với các công ty hoặc quỹ muốn đăng ký niêm yết chính thức và các quy định đối với các công ty hiện đang niêm yết.

#### ***1.2.5.2. Nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán***

Tại hầu hết các nước, HHKDCK đóng vai trò là tổ chức giám sát độc lập, đưa ra các quy định và thực hiện giám sát việc tuân thủ các quy định của các công ty môi giới và các CTCK thành viên, đưa ra và thực thi các quy định ngăn chặn hiện tượng thông đồng, cấu kết làm giá giữa các CTCK có chức năng tạo lập thị trường.

HHKDCK Mỹ (NASD - National Association of Securities Dealers) là tổ chức tự quản lớn nhất trên thế giới trong lĩnh vực tài chính. Tổ chức này tham gia vào mọi lĩnh vực của ngành chứng khoán. Theo quy định của luật pháp, mọi CTCK khi tiến hành các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán với công chúng Mỹ đều phải đăng ký với NASD [78].

Ở Trung Quốc, hầu hết các CTCK đều là thành viên của HHKDCK (Securities Industry Association), cùng tham gia xây dựng điều lệ hoạt động của Hiệp hội và điều lệ này sẽ được nộp lên UBCK [23].

Tại Hàn Quốc, HHKDCK (KSDA), thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi các quy định của tổ chức mình, đưa ra các quy định, bao gồm quy tắc ứng xử công bằng và các quy chế hoạt động, đưa ra các tiêu chuẩn và xét cấp chứng chỉ cho các nhà tư vấn đầu tư, chuyên gia tư vấn tài chính (financial planner), chuyên gia quản lý rủi ro tài chính (financial risk manager), chuyên gia phân tích đầu tư (investment analyst) [79]. Ngoài chức năng trên, KSDA còn thực hiện chức năng tư vấn chính sách cho Chính phủ, bảo vệ nhà đầu tư, quản lý thị trường trái phiếu OTC, quản lý thị trường chứng khoán không niêm yết, đăng ký người hành nghề kinh doanh chứng khoán, tăng cường nhận thức và hiểu biết của công chúng về thị trường chứng khoán, đào tạo người hành nghề chứng khoán, thực hiện các nghiên cứu.

Như vậy, theo kinh nghiệm một số nước, HHKDCK giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK với các nội dung và phương thức như sau:

#### **a. Nội dung**

- Giám sát việc tuân thủ các quy định, quy tắc, chuẩn mực hành nghề của các thành viên là CTCK và người hành nghề kinh doanh chứng khoán trong giao dịch chứng khoán, kể cả công bố thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán.

- Tham gia giám sát hiện tượng giao dịch nội gián, giao dịch thao túng trên SGDCK.

#### **b. Phương thức giám sát**

Để thực hiện các nội dung giám sát trên, HHKDCK thông qua các phương thức sau:

- Đưa ra các quy định về người hành nghề và thành viên Hiệp hội. Thành viên của Hiệp hội (các CTCK) và người hành nghề chứng khoán (tư vấn, môi giới) phải tuân thủ các quy định do Hiệp hội đưa ra. Những quy định này thường bao gồm hai nhóm: nhóm các quy định về tiêu chuẩn người hành

nghe, tiêu chuẩn làm thành viên và những nhóm các quy định về thông lệ và quy tắc giao dịch.

- Duy trì các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp đối với CTCK và người kinh doanh chứng khoán. Để giám sát các thành viên, HHKDCK sẽ tiến hành kiểm tra đầu vào, đăng ký và huỷ bỏ tư cách người hành nghề kinh doanh chứng khoán cũng như công nhận hay huỷ bỏ tư cách Hội viên của các CTCK khi các công ty này vi phạm quy định pháp luật có liên quan hoặc không còn đáp ứng đủ các tiêu chí và chuẩn mực do Hiệp hội đưa ra. Thông thường, các HHKDCK ban hành các bộ tiêu chuẩn về đạo đức nghề nghiệp để quản lý các thành viên của mình và giám sát việc thực hiện những quy tắc đó.

- Phối hợp với các SGDCK trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Trong phương thức này, HHKDCK chủ yếu giám sát các thành viên của Hiệp hội trong việc thực hiện các quy định liên quan đến giao dịch chứng khoán.

### **1.2.6. Chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán**

Chỉ tiêu giám sát là hệ thống các quy định nhằm lượng hóa các dấu hiệu, qua đó, có thể nhận biết sự bất thường trong hoạt động giao dịch chứng khoán. Các chỉ tiêu này dựa trên cơ sở dữ liệu trong quá khứ, thể hiện khuynh hướng, diễn biến chung của thị trường trong một thời kỳ và phản ánh những mức chuẩn mà trong đó hoạt động giao dịch chứng khoán có biểu hiện biến động.

Các chỉ tiêu chính yếu bao gồm: Chỉ tiêu cảnh báo, chỉ tiêu tạm ngừng giao dịch, chỉ tiêu giám sát trong ngày, chỉ tiêu giám sát nhiều ngày. Do các dấu hiệu bất thường đã được định hướng rõ ràng và theo những chỉ tiêu chuẩn mực nên việc phát hiện các giao dịch bất thường nhanh chóng và chính xác hơn, hiệu quả giám sát giao dịch đạt được cao hơn.

Thông thường, chủ thể giám sát sử dụng các chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán là các mức chuẩn về giá và khối lượng để phát hiện những giao dịch bất thường. Ở nhiều TTCK trên thế giới, các chỉ tiêu giám sát giao dịch

chứng khoán được xây dựng để đại diện cho những thay đổi của thị trường đều là các tính toán về giá và khối lượng [63],[64]. Điều này cho thấy các chủ thể giám sát luôn quan tâm kiểm nghiệm những phản ứng khác thường về giá và khối lượng.

Nhiều SGDCK còn sử dụng duy nhất sự thay đổi giá trong giao dịch để kiểm định độ biến động của thị trường [65]. Tuy nhiên, quan niệm về giá vẫn còn là một tranh cãi, có thể là giá giao dịch, giá trung bình, giá đặt mua hoặc đặt bán. Sự bất đồng trong các chỉ tiêu về biến động giá có thể ảnh hưởng lớn đến kết quả đo lường do có sự khác nhau của hệ thống giao dịch của các SGDCK. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, những biến động bất thường của thị trường có thể được phát hiện sớm hơn từ những thay đổi của giá đặt mua và đặt bán trong lịch đặt lệnh hơn là sự thay đổi của giá giao dịch [59].

Các chỉ tiêu phản ánh sự thay đổi giá và khối lượng không phải luôn luôn thích hợp và duy nhất để phát hiện giao dịch bất thường. Trong khi sự thay đổi giá và khối lượng dễ dàng được xác định, tính thanh khoản lại là một yếu tố khó đo lường. Một số chỉ báo ngoài khối lượng như khoảng cách giá đặt mua - giá đặt bán và mức độ dày đặc liên tục của lệnh có thể phản ánh những bất thường trong giao dịch chứng khoán thông qua đo lường tính thanh khoản của thị trường [58].

Phương pháp chung nhất để hình thành các chỉ tiêu là chọn một ngưỡng cố định, là mức mà bên ngoài ngưỡng đó sẽ có thay đổi trong hành vi của các thành viên tham gia thị trường hoặc phản ánh sự biến động bất thường. Tuy nhiên, những loại cổ phiếu của các ngành khác nhau có đặc điểm khác nhau (ví dụ biến động giá) và vì thế không thích hợp nếu áp dụng cùng một tiêu chuẩn về biến động giá cho những loại cổ phiếu khác nhau. Một cách tiếp cận cho vấn đề này là lập một giới hạn dựa trên độ lệch chuẩn cho trước so với giá trị trung bình của từng loại cổ phiếu [68]. Trong phân tích, mức độ hội tụ của

giá được tạo ra thông qua những mẫu trong quá khứ của mỗi cổ phiếu riêng biệt. Một khác biệt đáng kể so với giá trị trung bình sẽ được cảnh báo nếu chúng vượt qua những giới hạn định sẵn.

Hệ thống chỉ tiêu giám sát là công cụ hỗ trợ cho giám sát giao dịch chứng khoán. Hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán càng phát triển và nâng cao hiệu quả khi hệ thống chỉ tiêu giám sát càng hoàn thiện.

### **1.2.7. Đánh giá mức độ giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán**

Đánh giá mức độ giám sát giao dịch trên TTCK cần tiếp cận trên cả hai khía cạnh là mức độ phát triển hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán và mức độ hiệu quả của hoạt động này.

Về mặt ngôn ngữ học, *phát triển* được hiểu theo nghĩa chung nhất là sự biến đổi hoặc làm cho biến đổi theo chiều hướng tăng từ ít tới nhiều, từ hẹp tới rộng, từ thấp tới cao, từ đơn giản tới phức tạp [43]. Như vậy, phát triển đã bao hàm cả sự tăng lên về lượng và chất. *Hiệu quả* là kết quả đạt được trong việc thực hiện một nhiệm vụ nhất định [35]. Với khái niệm này, hiệu quả phản ánh mức độ đạt được các mục đích xác định trước của một chủ thể, trên cơ sở sử dụng các yếu tố cần thiết để tác động vào khách thể nào đó.

Kết hợp giữa luận giải khái niệm, mục tiêu của giám sát giao dịch và ý nghĩa về mặt ngôn ngữ, có thể khái quát *mức độ giám sát giao dịch chứng khoán là mức gia tăng hoạt động giám sát của chủ thể giám sát đối với các đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán, với những nội dung, phương pháp, công cụ ngày càng chuẩn mực hơn, nhằm đạt được những mục tiêu của giám sát giao dịch chứng khoán.*

Như vậy, có thể đánh giá mức độ giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK qua một số tiêu thức sau:

*Một là*, sự gia tăng các hoạt động giám sát của chủ thể giám sát đối với các đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK. Sự gia tăng này phải được thể hiện cụ thể thông qua:

- Hoàn thiện cơ chế giám sát, bao gồm việc xác lập mô hình, mối quan hệ giữa các bộ phận trong mô hình giám sát, hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật về giám sát giao dịch chứng khoán được ban hành.

- Nội dung, phương pháp giám sát, các chỉ tiêu giám sát và cơ sở để thực hiện giám sát ngày càng phải được hoàn thiện.

- Cuối cùng, sự quyết tâm của chủ thể giám sát phải được cụ thể hóa bằng hành động. Chủ thể giám sát phải có sự minh bạch, khách quan và quyết liệt trong phát hiện và xử lý vi phạm. Mặt khác, cần đầu tư kinh phí thỏa đáng cho công tác giám sát. Có nhiều quan điểm cho rằng, cần cân nhắc giữa vấn đề chi phí - lợi ích của việc giám sát giao dịch. Tuy nhiên, tiếp cận lợi ích của việc giám sát giao dịch chứng khoán ở đây phải là lợi ích lâu dài khi đạt được các mục tiêu của giám sát chứ không chỉ giới hạn trong lợi ích trước mắt, từ giá trị của những mức tiền phạt thu được khi xử lý vi phạm.

*Hai là*, khả năng *phát hiện sớm* và *chính xác* các giao dịch nghi vấn, trên cơ sở đó, tiến hành phân tích, kiểm tra, đề xuất và thực thi các biện pháp xử lý vi phạm. Xem xét sự gia tăng các hoạt động giám sát của chủ thể giám sát đối với các đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK là cách tiếp cận về *lượng*, xem xét khả năng *phát hiện sớm* và *chính xác* các giao dịch nghi vấn là cách tiếp cận về *chất*. Khả năng này đạt được ở mức độ ngày càng cao khi sự gia tăng các hoạt động giám sát của chủ thể giám sát ngày càng mạnh hơn. Trong đó, cần đặc biệt chú trọng việc xây dựng và ứng dụng các chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán, đây là cơ sở để đưa ra những cảnh báo sớm, giúp người làm công tác giám sát phản ứng kịp thời và chính xác với những giao dịch nghi vấn.



*Ba là*, mức độ đạt được mục tiêu giám sát giao dịch ngày càng cao hơn, cụ thể là:

- Mức độ công bằng của thị trường ngày càng cao hơn. Thị trường công bằng là nơi mọi chủ thể tham gia quá trình giao dịch phải tuân thủ các quy định của pháp luật, với các điều kiện giao dịch như nhau. Điều đó có nghĩa là các vi phạm về tuân thủ quy trình giao dịch và cơ hội để nhà đầu tư thực hiện giao dịch nội gián ngày càng ít đi. Cơ sở để mức độ công bằng của thị trường tăng lên là việc tuân thủ pháp luật của mọi chủ thể tham gia quá trình giao dịch, mức độ công khai về thông tin của thị trường ngày càng tốt hơn.

- Mức hiệu quả của thị trường ngày càng cao hơn. Thị trường hiệu quả, nơi mà người tham gia không thể can thiệp vào sức mạnh cung và cầu của thị trường tự do, vì vậy không thao túng được giá của chứng khoán trên thị trường. Để đánh giá mức hiệu quả của TTCK, người ta có thể có nhiều phương pháp, chẳng hạn phương pháp kiểm định tính hiệu quả của TTCK thông qua kiểm định tham số và kiểm định phi tham số.

Giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK chịu tác động của hàng loạt nhân tố. Do vậy, phân tích các nhân tố là cần thiết nhằm hạn chế tác động tiêu cực của các nhân tố tới giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK.

### **1.3. NHỮNG NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

#### **1.3.1. Những nhân tố chủ quan**

##### ***1.3.1.1. Sự phù hợp của mô hình giám sát***

Trong giám sát giao dịch chứng khoán, vấn đề xác lập mô hình giám sát có sự khác biệt giữa các quốc gia. Điều này xuất phát từ nhiều nguyên nhân, có thể do sự khác nhau về trình độ phát triển, về cấu trúc thị trường tài chính, về tổ chức bộ máy lập pháp, hành pháp, tư pháp và rất nhiều nguyên nhân khác. Tuy nhiên, dù với mô hình nào, các nhà tổ chức thị trường đều hướng đến mục tiêu chung là công bằng, công khai, hiệu quả và bảo vệ nhà đầu tư.

Ảnh hưởng của mô hình giám sát đến giám sát giao dịch chứng khoán không chỉ ở việc mô hình đó là hai cấp hay ba cấp mà là mô hình đó được đặt như thế nào trong tổng thể thị trường tài chính. Điều này xuất phát từ thực tế là các tập đoàn tài chính và công nghiệp không chỉ giới hạn hoạt động của họ trên một thị trường, họ vừa tham gia TTCK, vừa kinh doanh ngân hàng và bảo hiểm. Vấn đề quan trọng tiếp theo của mô hình giám sát là chức năng của các chủ thể giám sát có được phân định một cách hợp lý hay không, có đủ mạnh để phát hiện và xử lý vi phạm hay không.

Xu hướng của thế giới hiện nay là xây dựng các mô hình giám sát với chức năng chủ yếu của cơ quan quản lý nhà nước về lĩnh vực TTCK là giám sát thị trường và cưỡng chế thực thi pháp luật. Việc nghiên cứu lựa chọn mô hình giám sát là vấn đề phức tạp, liên quan đến tổ chức bộ máy của các cơ quan hành pháp trong lĩnh vực tài chính và ảnh hưởng lớn nhất đến tính hiệu quả của giám sát giao dịch trên TTCK.

### ***1.3.1.2. Năng lực của chủ thể giám sát***

Chủ thể giám sát chính là bộ máy thực hiện chức năng giám sát, trong đó, cốt lõi của bộ máy này là con người. Trong điều kiện TTCK phát triển, hệ thống pháp lý khá đồng bộ, mô hình giám sát được xác lập và hoàn thiện, sự phát triển và hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán phụ thuộc năng lực của chủ thể giám sát, trong đó, chủ yếu là năng lực của người thực hiện giám sát. Ở các TTCK phát triển, số người làm công việc giám sát khá lớn, với yêu cầu cao về trình độ và kỹ năng. Tại Nhật Bản, tổng số nhân viên làm việc cho SESC - cơ quan giám sát TTCK Nhật Bản - là 640, trong đó 358 người làm việc tại trụ sở chính và số còn lại làm việc tại các chi nhánh và văn phòng trực thuộc [57].

Trong giám sát giao dịch chứng khoán, năng lực của chủ thể giám sát được đánh giá thông qua:

- Sự gia tăng các hoạt động giám sát của chủ thể giám sát đối với các đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK.

- Khả năng phát hiện sớm và chính xác các giao dịch nghi vấn.

- Mức độ đạt được của mục tiêu giám sát giao dịch ngày càng cao hơn.

Để đạt được những điều này, các chủ thể giám sát giao dịch phải có sự phối hợp chặt chẽ với nhau ở các cấp giám sát, phối hợp với các cơ quan chức năng có liên quan đến việc phát hiện vi phạm, điều tra, xử lý vi phạm. Đồng thời, cần mở rộng hợp tác với các cơ quan giám sát ở các TTCK nước ngoài thông qua các liên minh giám sát, các diễn đàn giám sát, nhằm chia sẻ thông tin và phối hợp giám sát các hoạt động đầu tư xuyên biên giới, hoạt động của các tổ chức tài chính xuyên quốc gia, đa quốc gia.

Bên cạnh đó, để giám sát giao dịch chứng khoán được tăng cường hơn theo nghĩa phát triển và nâng cao hiệu quả, người hành nghề giám sát phải cập nhật những ứng dụng của công nghệ, học tập kinh nghiệm trong công tác giám sát, nâng cao đạo đức nghề nghiệp, khách quan và kiên quyết trong phát hiện và xử lý vi phạm.

### ***1.3.1.3. Hệ thống công bố thông tin***

Hệ thống công bố thông tin có hai vai trò chính đối với TTCK, đó là nâng cao tính hiệu quả về mặt thông tin, giúp thị trường công bằng, công khai hơn và là công cụ để tăng cường giám sát giao dịch trên TTCK.

Hệ thống công bố thông tin kết nối với hệ thống giám sát để cung cấp thông tin liên quan đến giao dịch. Đối chiếu với các thông tin công bố, chủ thể giám sát giao dịch phát hiện các giao dịch vi phạm quy định về công bố thông tin. Căn cứ vào thời điểm thông tin công bố, giao dịch của những người có khả năng có được thông tin tốt hơn những người khác cũng được kiểm tra để phát hiện giao dịch nội gián. Các thông tin công bố còn được dùng để xem xét, giải thích về các hành vi giao dịch bất thường. Dựa vào thông tin công bố

để nhận biết, dự đoán tình hình giao dịch biến động trên thị trường, cho phép kiểm soát các thông tin – tin đồn thất thiệt.

Các chủ thể giám sát còn sử dụng hệ thống công bố thông tin như một phương tiện để công bố ra thị trường các thông tin về kết quả theo dõi, giám sát và xử lý vi phạm trên thị trường. Đồng thời, hệ thống công bố thông tin cũng là công cụ để hệ thống giám sát đưa ra các hình thức ngăn ngừa như: cảnh báo, lên dấu hiệu tạm ngừng giao dịch, đưa chứng khoán vào diện bị kiểm soát.

#### ***1.3.1.4. Hệ thống giao dịch, lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán***

Hệ thống giao dịch và hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán là những hệ thống không thể tách rời hệ thống giám sát, vì vậy, ảnh hưởng của các hệ thống này đến giám sát giao dịch là rất lớn. Thực chất, các hệ thống này là một trong những công cụ để giám sát giao dịch chứng khoán.

Hệ thống giao dịch có mối quan hệ mật thiết đối với hệ thống giám sát do vai trò của nó trong việc cung cấp toàn bộ các dữ liệu về giao dịch phục vụ cho công tác giám sát giao dịch chứng khoán.

- Đối với theo dõi giao dịch, các thông tin có được từ hệ thống giao dịch sẽ bao gồm các số lệnh giao dịch như: số lệnh đặt lệnh, số lệnh khớp lệnh, số lệnh thỏa thuận... số liệu giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài và các số liệu giao dịch khác của toàn bộ thị trường.

- Đối với giám sát tổ chức niêm yết, việc đưa ra các thông tin về giao dịch của thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Kế toán trưởng, Ban kiểm soát của tổ chức niêm yết và những người có liên quan là rất cần thiết. Thông tin này bao gồm ngày, giờ thực hiện giao dịch, khối lượng giao dịch, phương thức giao dịch... giúp giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết của các tổ chức niêm yết và giám sát việc tuân thủ quy định công bố thông tin của các đối tượng có liên quan.

- Đối với công tác giám sát thành viên, hệ thống giao dịch là công cụ để điều hành toàn bộ hoạt động giao dịch của các thành viên như so khớp các lệnh do thành viên chuyển đến, xác định giá giao dịch thực hiện trong từng phiên giao dịch, theo dõi và giám sát các hoạt động nhập lệnh giao dịch của thành viên. Các dữ liệu có được từ hệ thống giao dịch gồm khối lượng đặt, khối lượng khớp của các CTCK... góp phần theo dõi tình hình giao dịch tự doanh, môi giới của các thành viên thị trường.

Ngoài việc kết nối với hệ thống giao dịch, kết nối giữa hệ thống giám sát giao dịch chứng khoán và hệ thống lưu kí - thanh toán bù trừ chứng khoán cũng được xem là một trong những kết nối trọng tâm. ***Điều này xuất phát từ chức năng của Trung tâm Lưu ký chứng khoán (TTLKCK) và vai trò phối hợp, hỗ trợ chủ thể giám sát trong giám sát giao dịch chứng khoán.*** Thông tin hệ thống lưu kí - thanh toán bù trừ chứng khoán hỗ trợ cho chủ thể giám sát gồm:

- Hỗ trợ cho công tác giám sát trực tuyến: cho biết thông tin chi tiết số chứng khoán lưu kí ban đầu của mỗi cổ đông của tổ chức niêm yết. Căn cứ vào thông tin chi tiết số chứng khoán lưu kí ban đầu này, hệ thống giám sát sẽ dùng chương trình kết hợp dữ liệu giao dịch phát sinh để biết được chi tiết số dư chứng khoán trên từng tài khoản của nhà đầu tư. Thông qua đó phát hiện và ngăn chặn các lệnh giao dịch bán khống nhập vào hệ thống.

- Hỗ trợ hoạt động giám sát trong việc tuân thủ pháp luật: cung cấp số liệu chứng khoán trên tài khoản của thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Ban kiểm soát, Kế toán trưởng, cổ đông lớn của các tổ chức niêm yết và những người có liên quan. Khi số dư chứng khoán trên các tài khoản của đối tượng trên có sự thay đổi, hệ thống máy tính sẽ tự động phát hiện và đưa ra thông báo để nhân viên giám sát biết và kiểm tra lại, nhằm phát hiện và buộc tuân thủ các trường hợp thực hiện giao dịch nhưng không công bố thông tin theo quy định, hoặc giao dịch nội gián...

- Hỗ trợ việc theo dõi giao dịch, phân tích và điều tra: cung cấp thông tin chứng khoán lưu kí của đối tượng cần theo dõi theo yêu cầu như chứng khoán lưu kí khi nào, số lượng nắm giữ có đủ lớn để thâm tóm công ty hay không, tình hình luân chuyển chứng khoán trên tài khoản.

- Hỗ trợ cho công tác đánh giá mức độ rủi ro và dự đoán xu hướng biến động của thị trường: cung cấp số liệu thống kê những nhà đầu tư nắm giữ nhiều cổ phiếu để đo lường mức độ ảnh hưởng, tính toán lãi, lỗ trên các tài khoản này, từ đó đánh giá tác động rủi ro có thể có đối với thị trường cũng như dự đoán xu hướng biến động của chứng khoán niêm yết.

Để giám sát giao dịch chứng khoán, bên cạnh việc kết nối thông tin từ hệ thống giao dịch và hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán, cần có hệ thống chỉ tiêu giám sát và phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán.

#### **1.3.1.5. Hệ thống chỉ tiêu giám sát và phần mềm giám sát**

Hệ thống chỉ tiêu giám sát là công cụ hỗ trợ cho giám sát giao dịch chứng khoán. Hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán càng phát triển và hiệu quả cao khi hệ thống chỉ tiêu càng hoàn thiện và được ứng dụng.

Chỉ tiêu giám sát là hệ thống các quy định nhằm lượng hóa các dấu hiệu, qua đó, có thể nhận biết sự bất thường trong hoạt động giao dịch chứng khoán. Các chỉ tiêu này dựa trên cơ sở dữ liệu trong quá khứ, thể hiện khuynh hướng, diễn biến chung của thị trường trong một thời kỳ và phản ánh những mức chuẩn mà trong đó hoạt động giao dịch chứng khoán có biểu hiện biến động. Các chỉ tiêu chính yếu bao gồm: Chỉ tiêu cảnh báo, chỉ tiêu tạm ngừng giao dịch, chỉ tiêu giám sát trong ngày, chỉ tiêu giám sát nhiều ngày. Do các dấu hiệu bất thường đã được định hướng rõ ràng và theo những chỉ tiêu chuẩn mực nên việc phát hiện các giao dịch bất thường nhanh chóng và chính xác hơn, hiệu quả giám sát giao dịch đạt được cao hơn.

Để các chỉ tiêu giám sát có tính ứng dụng cao, cần có một phần mềm giám sát hiện đại, trong đó, các chỉ tiêu giám sát được cài sẵn và tự động đưa ra các cảnh báo khi có giao dịch vi phạm các chỉ tiêu này. Để làm được điều đó, phần mềm giám sát phải kết nối được với hệ thống cơ sở dữ liệu về giao dịch, đăng ký – lưu ký – thanh toán bù trừ chứng khoán và công bố thông tin.

### **1.3.2. Những nhân tố khách quan**

#### ***1.3.2.1. Sự phát triển của thị trường chứng khoán***

Giám sát giao dịch chứng khoán được hình thành và phát triển dựa trên yêu cầu của sự phát triển TTCK. Với quy mô thị trường nhỏ, yêu cầu về hoạt động giám sát là không thực sự cấp bách. Khi thị trường chứng khoán phát triển mạnh hơn, biểu hiện cụ thể là cấu trúc thị trường hoàn thiện với sự hình thành nhiều loại thị trường, khối lượng và giá trị chứng khoán phát hành, niêm yết, giao dịch lớn, số lượng các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và các nhà đầu tư tổ chức, cá nhân, trong nước, nước ngoài tăng lên và hệ thống thông tin thị trường đa dạng, phong phú, yêu cầu giám sát giao dịch chứng khoán trở nên vô cùng quan trọng nhằm đảm bảo sự tuân thủ pháp luật, tính hiệu quả của thị trường và bảo vệ nhà đầu tư.

Cấu trúc thị trường hoàn thiện và ổn định sẽ tạo điều kiện tốt cho việc xác lập mô hình giám sát cũng như các yếu tố kỹ thuật của hoạt động giám sát. Với những thị trường khác nhau, hoạt động giám sát của chủ thể giám sát sẽ phải phù hợp với đặc điểm của mỗi loại thị trường đó, chẳng hạn, sự khác nhau về tiêu chuẩn niêm yết và công bố thông tin, về hệ thống giao dịch, lưu ký và thanh toán bù trừ, đặc điểm của các nhà đầu tư và các tổ chức kinh doanh, dịch vụ trên mỗi loại thị trường.

Quy mô thị trường chứng khoán tăng lên, tức là khối lượng và giá trị chứng khoán phát hành, niêm yết, giao dịch, số lượng các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và các nhà đầu tư tăng lên, điều đó tất yếu nhân lên các

hoạt động giám sát giao dịch. Đây thực sự là thách thức lớn với nhà quản lý ở các thị trường chứng khoán, đặt họ vào bài toán huy động và phân bổ nguồn lực trong quản lý và giám sát thị trường. Quy mô TTCK tăng không chỉ làm cho khối lượng công việc giám sát tăng lên mà còn làm cho tính chất phức tạp của hoạt động giám sát cũng tăng lên gấp bội do các hành vi vi phạm pháp luật ngày càng nhiều hơn, tinh vi hơn. Sự phát triển của công nghệ thông tin ứng dụng trong các hoạt động của TTCK một mặt hỗ trợ cho công tác giám sát giao dịch hiệu quả hơn, mặt khác, làm cho nội dung và phương thức giám sát cũng phải không ngừng hoàn thiện để bắt kịp với sự phát triển của thị trường.

Sự hội nhập của TTCK trong bối cảnh hội nhập kinh tế mang đến nhiều cơ hội cho phát triển TTCK. Ở khía cạnh khác, hoạt động giám sát đặt trước rất nhiều thách thức, nhất là trong việc phối hợp với các thị trường chứng khoán trong khu vực và trên thế giới quản lý, giám sát hoạt động của các nhà đầu tư, các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ xuyên quốc gia, đa quốc gia; phối hợp giữa chủ thể giám sát giao dịch trên TTCK với các cơ quan hành pháp và tư pháp trong nước để quản lý, phát hiện và xử lý vi phạm của các đối tượng giám sát.

#### ***1.3.2.2. Hệ thống pháp lý***

Hệ thống pháp lý hoàn thiện luôn là điều kiện tiên đề và là công cụ để giám sát giao dịch chứng khoán đạt kết quả tốt. Ở các TTCK phát triển, lịch sử phát triển hàng trăm năm đã giúp các thị trường này hoàn thiện về mọi mặt, nhất là hệ thống pháp lý.

Với các thị trường mới nổi như Việt Nam, việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật, tạo ra khuôn khổ pháp lý chung cho thị trường luôn được đặt ra cấp bách và song hành với sự phát triển của thị trường. Một hệ thống pháp lý hoàn thiện sẽ là cơ sở để xác định các hành



vi phạm, các nguyên tắc ứng xử trong giám sát giao dịch chứng khoán giữa các chủ thể giám sát, giữa chủ thể giám sát với đối tượng giám sát, trên cơ sở đó, xử lý và cưỡng chế thực thi. Bên cạnh đó, khi hệ thống pháp lý hoàn thiện hơn, bản thân các đối tượng giám sát sẽ phải có ý thức tuân thủ pháp luật tốt hơn hoặc hạn chế cơ hội “vượt mặt” các chủ thể giám sát của họ.

Hệ thống pháp lý tạo khuôn khổ cho giám sát giao dịch chứng khoán không chỉ giới hạn trong Luật Chứng khoán mà còn được quy định tại nhiều đạo luật chuyên ngành khác.

### ***1.3.2.3. Sự tuân thủ quy định của đối tượng giám sát***

Giám sát giao dịch chứng khoán có phát triển và đạt hiệu quả hay không phụ thuộc rất lớn vào sự tuân thủ quy định của đối tượng giám sát.

Với các TTCK mà ở đó, các đối tượng giám sát không tuân thủ quy định của pháp luật, tìm mọi cách trốn tránh sự phát hiện và xử lý của chủ thể giám sát thì hiệu quả giám sát khó có thể đạt được như mong muốn. Chẳng hạn, một nhà đầu tư có thông tin nội gián nếu thực hiện ngay giao dịch dựa trên thông tin đó thì khả năng bị phát hiện là rất cao. Nếu nhà đầu tư này đợi đến khi thông tin được công bố chính thức và thực hiện giao dịch tức thì, tức là phản ứng nhanh nhất so với các nhà đầu tư khác, khi đó, khả năng bị phát hiện là rất thấp và giao dịch nội gián vẫn thực hiện trót lọt với khả năng cao.

Về mặt hành vi, tất yếu đối tượng giám sát sẽ vi phạm pháp luật khi họ thấy có cơ hội kiếm lời mà khả năng bị phát hiện là thấp. Ngược lại, nếu khả năng phát hiện vi phạm cao thì giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK sẽ đạt được mục tiêu đặt ra.

### ***1.3.2.4. Cơ chế tài chính cho giám sát giao dịch chứng khoán***

Với mục tiêu của giám sát giao dịch chứng khoán và yêu cầu về năng lực đối với chủ thể giám sát, kinh phí để đáp ứng những mục tiêu và yêu cầu trên cũng đòi hỏi phải tương ứng. Nếu không có nguồn kinh phí lớn, tất cả

những yếu tố phân tích ở các phần trên không thể trở thành hiện thực, tức là sẽ không có con người thực hiện giám sát tốt, không có các hệ thống hỗ trợ và công cụ để giám sát. Để thực hiện điều này, cần có cơ chế tài chính phù hợp cho giám sát giao dịch chứng khoán.

Kinh phí cho giám sát giao dịch chứng khoán là bài toán về vấn đề chi phí – lợi ích. Nếu chỉ xem xét số tiền thu được từ xử phạt vi phạm thì lợi ích của giám sát giao dịch là không đáng kể. Tuy nhiên, nếu nhìn xa hơn, lợi ích của giám sát giao dịch là rất lớn, đứng cả trên giác độ lợi ích của cơ quan quản lý và lợi ích của mọi đối tượng tham gia thị trường, đó là một TTCK công bằng, công khai, hiệu quả, bảo vệ lợi ích nhà đầu tư.

Tại một số thị trường phát triển, kinh phí cho giám sát giao dịch là rất lớn và thường được huy động từ nhiều nguồn khác nhau, một phần từ ngân sách nhà nước, một phần từ nguồn đóng góp của các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và nhà đầu tư. Lý do các TTCK này yêu cầu các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và nhà đầu tư đóng góp kinh phí giám sát là họ được hưởng lợi từ hoạt động giám sát thị trường chứng khoán. Câu hỏi với một nhà đầu tư là: điều gì sẽ xảy ra nếu thị trường không công bằng và không công khai? Câu trả lời chắc chắn là: sẽ có nhiều giao dịch nội gián và giao dịch thao túng, khi đó nhà đầu tư sẽ bị thiệt hại và giá trị thiệt hại sẽ lớn hơn nhiều lần so với số tiền họ phải đóng góp cho hoạt động giám sát. Như vậy, việc đóng kinh phí để duy trì giám sát giao dịch là một phần tất yếu gắn liền với giao dịch chứng khoán. Tại SGDCK Úc, hàng năm, các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và nhà đầu tư phải đóng phí giám sát, tương đương 1,5 triệu USD [63]. Tại Hàn Quốc, FSS (Financial Supervisory Services) hoạt động với kinh phí được hình thành từ hai nguồn là nhà nước và các nguồn đóng góp, SFC (Securities and Future Commission) hoạt động hoàn toàn do nhà nước cấp kinh phí [80].

Ở các TTCK mới nổi, các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và nhà đầu tư không phải nộp phí giám sát giao dịch. Thông thường, kinh phí giám sát ở cấp UBCK do ngân sách nhà nước chi trả và chủ yếu chi cho con người. Kinh phí giám sát ở SGDCK tùy thuộc mô hình tổ chức của SGDCK. Nếu SGDCK thuộc sở hữu Nhà nước, kinh phí vẫn từ nguồn ngân sách nhà nước và nguồn thu từ phí giao dịch và phí thành viên của CTCK nhưng có tính chất như ngân sách nhà nước. Nếu SGDCK hoạt động với mô hình công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn, kinh phí sẽ chỉ từ nguồn thu từ phí giao dịch và phí thành viên của CTCK. Bên cạnh đó, Trung tâm lưu ký cũng là tổ chức có nguồn thu từ phí lưu ký của thành viên lưu ký. Tuy nhiên, do nhiều nguyên nhân, hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán chưa phát triển nên nguồn thu từ các khoản phí không được chi thỏa đáng cho hoạt động giám sát, và hậu quả là giám sát giao dịch không phát triển và không đạt hiệu quả cao.

\*

\* \*

Trong Chương 1, trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK của các nước trên thế giới, các vấn đề lý luận về giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK đã được hệ thống hóa. Các giao dịch chứng khoán và sự tham gia của các chủ thể trong giao dịch chứng khoán là một nội dung chính được đề cập trong luận án. Trong nội dung giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK, khái niệm, các chủ thể và đối tượng giám sát, mô hình giám sát và các mối quan hệ trong các mô hình đã được làm rõ. Đồng thời, nội dung và phương thức giám sát của các chủ thể giám sát, tác động của việc tăng cường giám sát giao dịch, các chỉ tiêu giám sát giao dịch

và các nhân tố ảnh hưởng đến giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK cũng được luận giải một cách hệ thống.

Do có sự khác biệt về nhiều mặt trong hoạt động giám sát giữa các TTCK trên thế giới nên không có một lý thuyết chính thống về giám sát giao dịch trên TTCK. Việc hệ thống hóa các vấn đề lý luận về giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK được tiếp cận dựa trên nghiên cứu kinh nghiệm giám sát giao dịch chứng khoán của các TTCK trên thế giới, từ đó, đúc kết ra những vấn đề chung nhất, tạo cơ sở lý luận cho việc phân tích, đánh giá thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN ở Chương 2.

## **CHƯƠNG 2**

### **THỰC TRẠNG GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

#### **2.1. KHÁI QUÁT VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

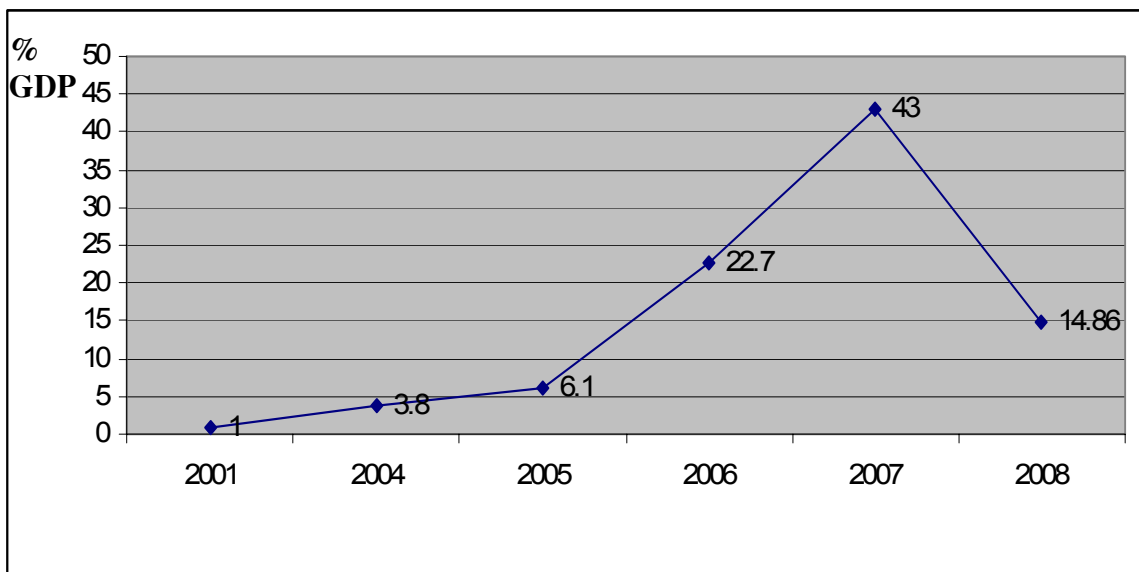
##### **2.1.1. Bối cảnh hình thành và diễn biến thị trường chứng khoán ở Việt Nam**

Từ những năm 1990, vấn đề chuẩn bị cho thành lập TTCK đã được Chính phủ quan tâm và đã giao đồng thời cho Bộ Tài chính và NHNN Việt Nam nghiên cứu xây dựng đề án hình thành TTCK. Năm 1995, Chính phủ đã thành lập Ban chuẩn bị tổ chức TTCK gồm các chuyên gia của NHNN Việt Nam và Bộ Tài chính. Cũng trong giai đoạn này, Chính phủ cũng đã chuẩn bị các điều kiện tiền đề cho sự ra đời và hoạt động của TTCK Việt Nam như ban hành các văn bản pháp luật tạo hành lang, môi trường thể chế cho hoạt động của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc chuẩn bị thành lập TTCK chỉ được đẩy mạnh khi Chính phủ ban hành Nghị định 75/CP ngày 28/11/1996 về việc thành lập UBCKNN. Tiếp đó là quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/7/1998 của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập Trung tâm giao dịch chứng khoán và các văn bản do UBCKNN ban hành quy định về tổ chức và cơ chế hoạt động cho Trung tâm giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh.

Trong giai đoạn trước khi TTCK Việt Nam đi vào vận hành, văn bản pháp lý cao nhất về TTCK Việt Nam là Nghị định 48/1998 ngày 11/7/1998 về chứng khoán và TTCK. Sau một thời gian hơn 3 năm hoạt động của TTCK Việt Nam, ND 48/1998 tỏ ra không còn phù hợp và ngày 28/11/2003 Chính phủ đã ban hành Nghị định 144/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán thay thế ND 48/1998. Năm 2006, Quốc Hội thông qua Luật Chứng khoán, có hiệu lực từ ngày 1/1/2007, đây là khung pháp lý có ý nghĩa bước ngoặt cho sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Về tổ chức, trong khoảng thời gian gần 4 năm từ khi TTCK chính thức vận hành, UBCKNN là cơ quan trực thuộc Chính phủ có trách nhiệm quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Tuy nhiên, đến ngày 19/02/2004, Chính phủ đã ban hành Nghị định 66/2004 chính thức chuyển UBCKNN về trực thuộc Bộ Tài chính. Đồng thời, trong thời gian này, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội cũng chính thức hoạt động từ tháng 3/2005. Thủ tướng Chính phủ đã ký quyết định chuyển TTGDCK TPHCM thành SGDCK TPHCM (Tháng 5/2007) và TTGDCKHN thành SGDCKHN (Tháng 1/2009).

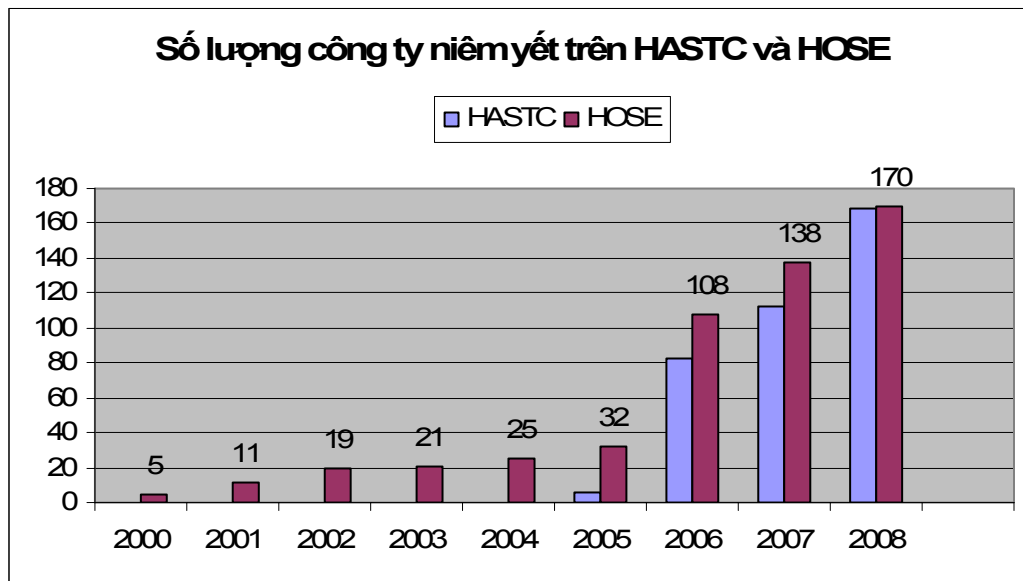
Trong bối cảnh hình thành như vậy, TTCKVN đã trải qua nhiều bước thăng trầm và có sự chi phối ngày càng lớn đến kinh tế - xã hội ở Việt Nam. Trên các thị trường niêm yết, quy mô thị trường không ngừng tăng lên cả về quy mô vốn hóa thị trường, số lượng công ty niêm yết.



(Nguồn: Tổng hợp từ website Ủy ban Chứng khoán Nhà nước)

**Biểu đồ 2.1: Tỷ lệ vốn hóa của HOSE và HASTC (%GDP)**

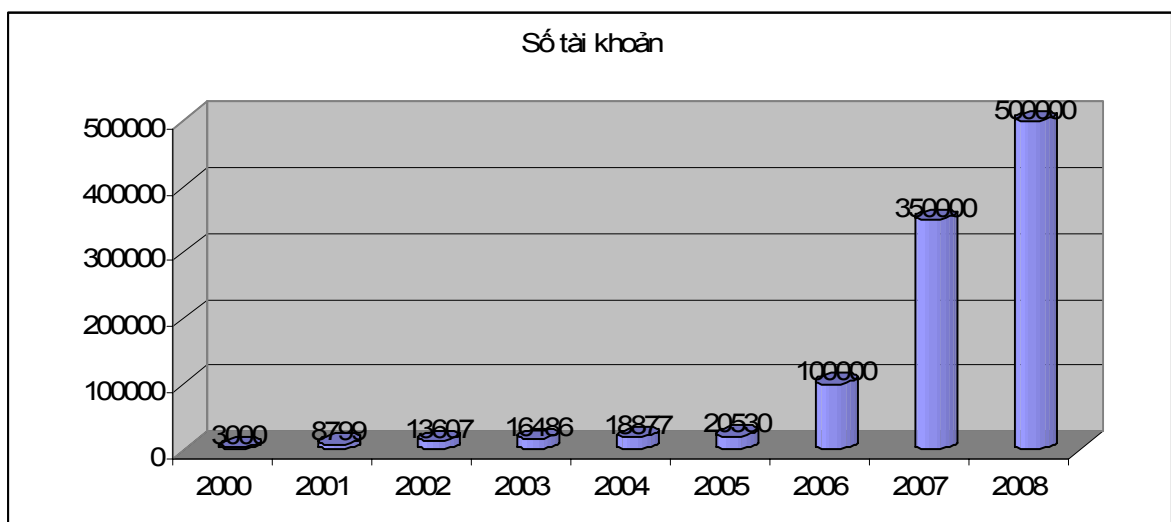
Tại sàn HOSE, năm 2000 mới chỉ có 5 công ty niêm yết, đến năm 2008 con số này là 170. Tại sàn HASTC, năm 2005 chỉ có 6 công ty niêm yết, năm 2008 có 168 công ty niêm yết.



(Nguồn: Tổng hợp từ [www.hsx.org.vn](http://www.hsx.org.vn) và [www.hastc.org.vn](http://www.hastc.org.vn))

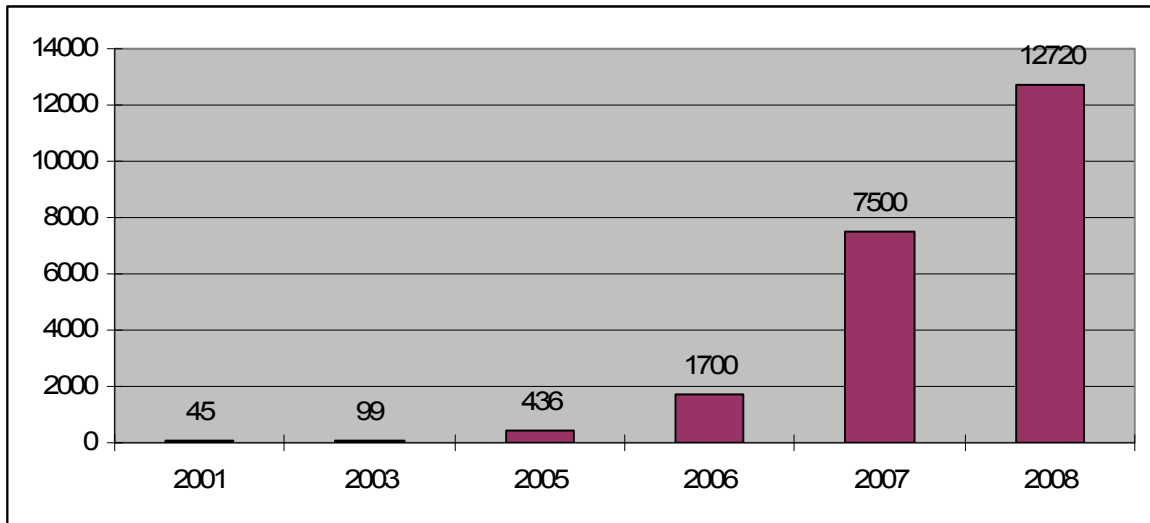
**Biểu đồ 2.2: Số công ty niêm yết từ năm 2000-2008**

Số lượng nhà đầu tư tham gia thị trường chính thức cũng tăng lên nhanh chóng. Năm 2000 mới chỉ có khoảng 3.000 tài khoản giao dịch, đến năm 2008 con số này là 500.000, trong đó 12.700 tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài, với 850 tài khoản của các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài.



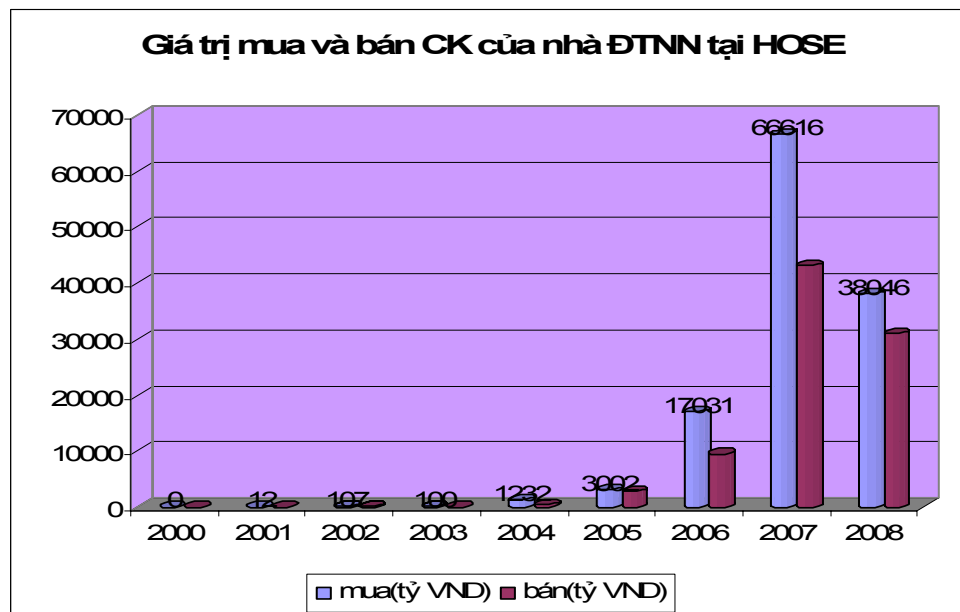
(Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước - [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn))

**Biểu đồ 2.3: Số lượng tài khoản giao dịch**



(Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước - [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn))

**Biểu đồ 2.4: Số lượng tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài**

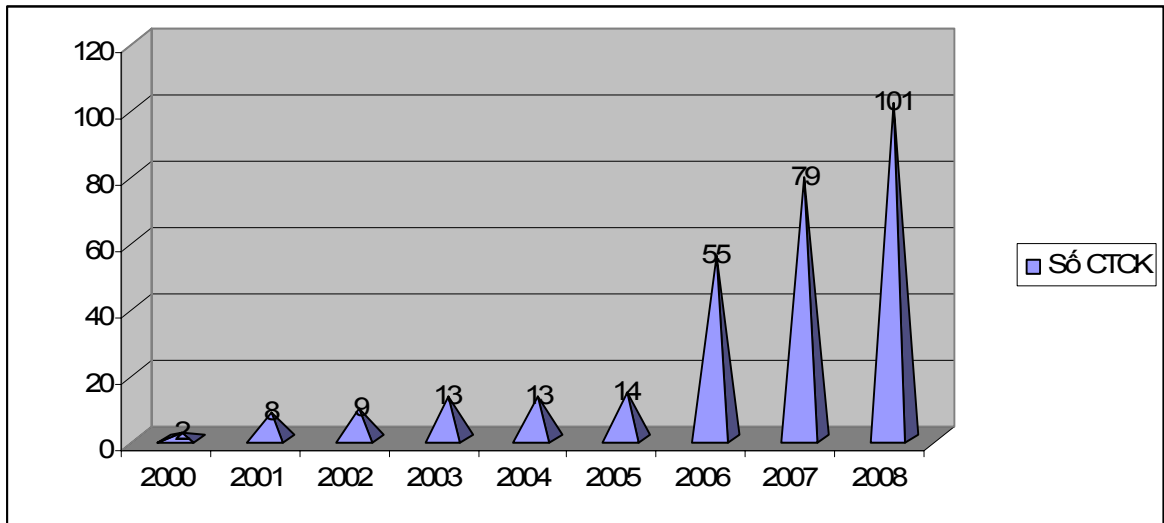


(Nguồn: Sở GDCK TPHCM - [www.hsx.org.vn](http://www.hsx.org.vn))

**Biểu đồ 2.5: Giá trị mua và bán chứng khoán của NĐTNN tại HOSE (tỷ VND)**

Ngoài ra, thị trường còn ghi nhận sự bùng nổ của các trung gian tài chính trên TTCK, năm 2008 có trên 30 QĐT, 42 công ty quản lý quỹ, 101 CTCK.

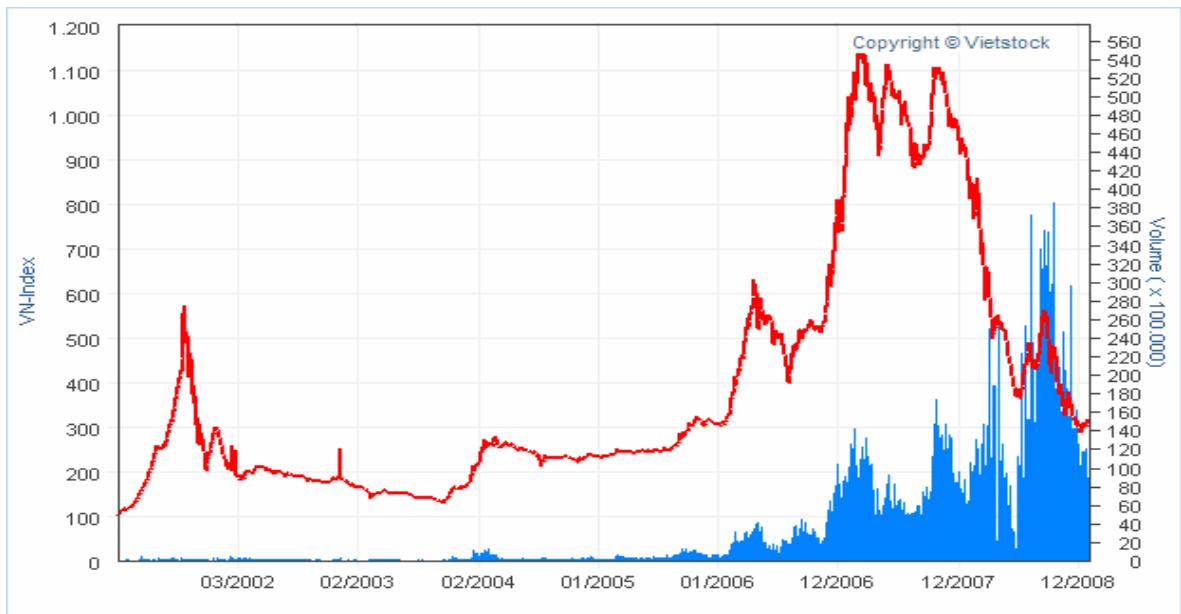




(Nguồn: ủy ban Chứng khoán Nhà nước - [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn))

### Biểu đồ 2.6: Số công ty chứng khoán được thành lập hàng năm

Cùng với sự gia tăng mạnh mẽ của quy mô thị trường niêm yết, chỉ số chứng khoán trên 2 sàn cũng biến động rất mạnh. Sau thời gian trầm lắng từ tháng 6/2001 đến 2005, bước sang năm 2006, chỉ số VN-Index đã tăng vọt liên tục từ khoảng 300 điểm lên gần 1.200 điểm và bắt đầu giảm mạnh từ tháng 10/2007.



(Nguồn: Website [www.vietstock.com.vn](http://www.vietstock.com.vn))

### Biểu đồ 2.7: Sự thay đổi chỉ số VN-Index từ 7/2000 - 12/2008

Sự biến động của chỉ số VN-Index phần nào phản ánh được sự biến động kinh tế của Việt Nam trong bối cảnh thị trường tài chính toàn cầu rơi vào khủng hoảng. Trong năm 2008, chỉ số VN-Index giảm 66% và HaSTC-Index giảm 68%. Vốn hóa thị trường năm 2007 chiếm 43% GDP, sang năm 2008 mức vốn hoá chỉ còn 14,86% GDP. Năm 2008, duy nhất ACB là cổ phiếu có mức vốn hoá trên 1 tỷ đô la, trong khi cuối năm 2007 có 6 cổ phiếu. Sự suy giảm của giá chứng khoán cũng đẩy PE trung bình của thị trường giảm từ mức 21 xuống chỉ còn 9.

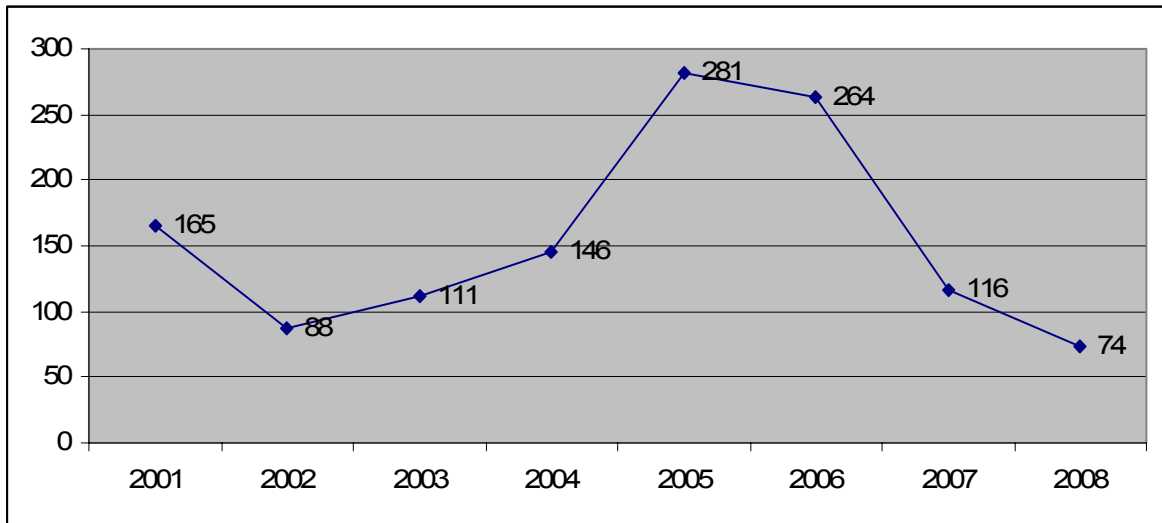
Tính thanh thanh khoản của thị trường cũng sụt giảm nghiêm trọng. Thanh khoản chỉ được cải thiện tốt hơn vào 3 tháng của quý 3 khi thị trường tăng điểm, còn trong giai đoạn siết chặt biên độ, khối lượng giao dịch cổ phiếu giảm mạnh, có những phiên giao dịch thậm chí chưa đến 1 triệu cổ phiếu trên HOSE. Giá trị giao dịch trung bình một tháng toàn thị trường chỉ có 16.658 tỷ đồng, tương đương giao dịch hơn 750 tỷ đồng một phiên.



(Nguồn: Công ty chứng khoán VN-Direct)

### **Biểu đồ 2.8: Sự thay đổi chỉ số VN-Index từ đầu 2006 đến cuối 2008**

Cùng với sự sôi động của thị trường thứ cấp, thị trường sơ cấp cũng có sự tăng mạnh về quy mô, tạo nguồn vốn cho các doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh.



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

**Biểu đồ 2.9: Số đợt IPO hàng năm**

Tuy nhiên, do sự sụt giảm mạnh của TTCKVN trong năm 2008, các đợt IPOs năm qua cũng không thành công: có 74 công ty tiến hành cổ phần hoá và đấu giá thông qua HOSE và HASTC, nhưng phần lớn không bán được hết số cổ phần, tiêu biểu như Sabeco, Habeco. Mức giá khởi điểm quá cao là nguyên nhân chính gây ra hiện tượng này, cùng với đó là sức thu hút của các đợt IPOs đã kém hơn trước rất nhiều. Vì vậy, kế hoạch cổ phần hóa các tổng công ty, tập đoàn mà Chính phủ đề ra trong quyết định số 1729/QĐ-TTg không thực hiện được. Theo thống kê thì chỉ có 74/272 doanh nghiệp đã cổ phần hoá trong năm 2008, đạt 28% kế hoạch đề ra. Như vậy, kế hoạch cổ phần hóa trong năm 2008 của những doanh nghiệp lớn như Vinatex, BIDV, Vietnam Airlines sẽ phải chuyển sang những năm sau.

Nguyên nhân dẫn đến sự suy giảm của TTCKVN trong năm 2008 có thể được kể đến:

*Một là, thị trường chứng khoán chịu ảnh hưởng lớn của biến động kinh tế vĩ mô và khủng hoảng tài chính toàn cầu. Năm 2008 là năm đầy biến động đối với kinh tế Việt Nam, trong bối cảnh khủng hoảng tài chính có quy mô toàn cầu, thị trường chứng khoán Việt Nam suy giảm là kết quả tất yếu.*

**Bảng 2.1: So sánh một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô giữa Việt Nam và các nước trong khu vực (năm 2008)**

	Trung Quốc	Malaysia	Thái Lan	Việt Nam
Tốc độ tăng trưởng GDP 2007 (%)	11,9	6,3	4,9	8,5
Tốc độ tăng trưởng GDP 2008 (%)	9,1	5,1	3,4	6,2
Quy mô gói kích thích (tỷ USD)	586	1,9	8,7	6
Quy mô gói kích thích (%GDP)	16,7	1,0	3,5	6,8
Cân đối ngân sách (%GDP)	+0,2	-5,4	-1,4	-5
Chi tiêu ngân sách (%GDP)	20,4	26,1	19,3	27,6
Cân đối tài khoản vãng lai (%GDP)	10,5	10,6	-1,0	-13,7
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	1995	100	103	23
Lạm phát (CPI, %)	6,2	5,7	7,2	16,1
Lãi suất cho vay (%)	6,7	6,0	7,2	16,1
Nhập khẩu (% GDP)	41	110	56	117

(Nguồn: Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia “Ngăn chặn suy giảm kinh tế Việt Nam”, trang 332, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, 5/2009)

Hai là, mất cân đối nghiêm trọng về cung-cầu trên thị trường. Về phía cung, các đợt IPO đã hút của thị trường hơn 6000 tỷ VNĐ, lượng cổ phiếu niêm yết bổ sung và niêm yết mới trung bình mỗi tháng đưa vào thị trường hơn 260 triệu cổ phiếu. Trong khi nguồn tiền vào thị trường ngày càng hạn hẹp, chỉ thị 03 về cho vay chứng khoán được siết chặt hơn, tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng thấp (nửa đầu năm 2008) cũng khiến các ngân hàng dừng mọi hoạt động đầu tư và cho vay

đầu tư chứng khoán, kênh đầu tư vào gửi tiết kiệm, vàng, USD trở nên hấp dẫn hơn. Thị trường đã hai lần phải chịu áp lực giải chấp rất mạnh hồi đầu năm và cuối năm, đó cũng là hai đợt suy giảm sâu của VN-Index. Lần đầu tiên áp lực giải chấp đến từ phía các CTCK và các ngân hàng trong thời điểm thanh khoản của hệ thống ngân hàng là cực kỳ căng thẳng. Lần thứ hai là áp lực bán từ phía nhà đầu tư nước ngoài. Trong 3 tháng cuối năm, khối này đã bán ra một lượng lớn chứng khoán, lượng tiền mà nhà đầu tư nước ngoài rút ra khỏi thị trường trong thời kỳ này lên tới gần 30.000 tỷ. Điều này rất khác những gì đã diễn ra hồi đầu năm khi nhà đầu tư nước ngoài là bên mua ròng ngay cả khi thị trường giảm điểm sâu và mất thanh khoản. Lượng cung tăng quá lớn, cầu bị siết lại, nên các chỉ số của thị trường chứng khoán suy giảm là tất yếu.

*Ba là, kết quả kinh doanh năm 2008 của các CTNY không khả quan.* Nghiên cứu 25 công ty có vốn hóa lớn nhất thị trường (số liệu thống kê cuối năm 2007), có 16/25 công ty tăng trưởng EPS âm, 3 công ty thông báo lỗ, 14 công ty có ROA thấp hơn năm ngoái, hoạt động đầu tư tài chính trở thành gánh nặng thua lỗ lớn của các công ty này (Xem bảng 2.2)

*Bốn là, bản thân thị trường chứng khoán đã hình thành bong bóng từ giai đoạn 2006-2007.* Năm 2006 và 2007 là thời kỳ cổ phiếu tăng giá bất kể tốt xấu do có nhiều nhận định lạc quan về nền kinh tế và lợi nhuận của các CTNY tăng trưởng đáng ngạc nhiên, giá trị cổ phiếu đã bị thổi phồng lên rất cao. Thống kê 30 cổ phiếu trong rổ chỉ số SSI 30, mức tăng trưởng doanh thu 2007 của 30 CTNY có quy mô vốn hóa hàng đầu (chiếm 70% giá trị vốn hóa toàn thị trường) đạt tới 56.3%, mức tăng trưởng lợi nhuận là 113.7%.

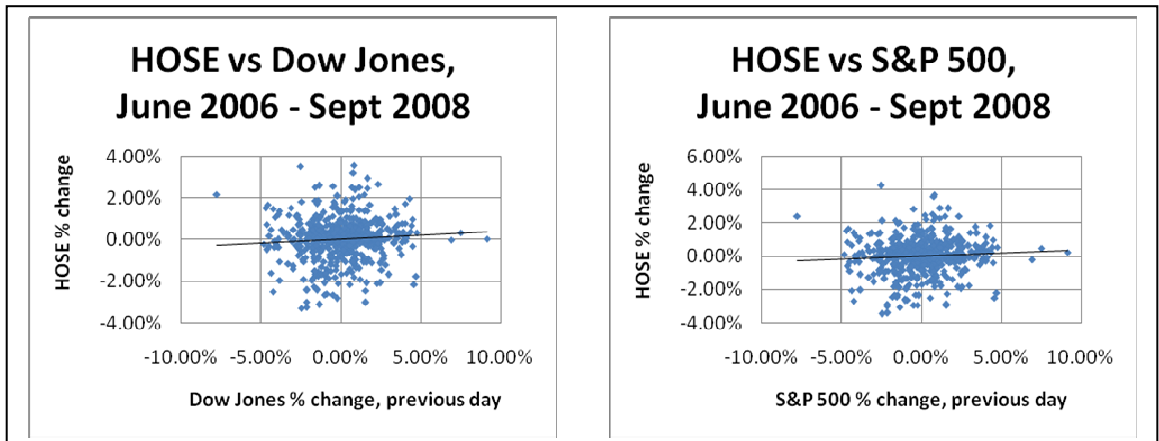
*Năm là, yếu tố tâm lý của các nhà đầu tư trên thị trường khi chỉ số chứng khoán thế giới biến động.* Có thể thấy sự phản ứng của các nhà đầu tư có phần quá mức khi chỉ số chứng khoán của Việt Nam thuộc nhóm chỉ số giảm mạnh nhất thế giới.

**Bảng 2.2: Một số chỉ tiêu tài chính của 25 công ty niêm yết có vốn hóa lớn nhất thị trường**

TT	Mã cổ phiếu	EPS 2007	EPS 2008	Tăng trưởng (%)	ROA 2007 (%)	ROA 2008 (%)	Tăng trưởng (%)	ROE 2007 (%)	ROE 2008 (%)	Tăng trưởng (%)
1	VNM	5,497	7,104	29.24	17.80	21.19	19.31	22.81	27.23	19.37
2	DPM	3,499	4,606	31.66	23.20	29.53	27.45	30.42	36.69	20.61
3	STB	2,469	2,346	-4.96	2.20	1.70	-21.28	22.86	18.26	-20.14
4	ACB	6,692	2,285	-65.86	2.10	1.78	-13.57	36.50	42.40	16.16
5	PPC	2,527	2,684	6.23	8.50	8.84	3.81	21.57	21.34	-1.08
6	SSI	7,201	2,492	-65.4	9.20	5.58	-39.53	21.33	12.37	-42.02
7	PVD	5,193	6,972	34.27	13.20	16.19	22.61	31.24	44.27	41.7
8	FPT	7,985	5,546	-30.55	13.80	12.75	-7.39	38.02	36.32	-4.48
9	KBC	3,650	4,916	34.69	9.90	16.49	66.18	14.80	26.04	75.94
10	SJS	8,982	7,990	-11.04	23.20	20.48	-11.79	28.27	25.36	-10.31
11	BVS	14,306	-	-100	12.10	0.00	-100	35.31	0.00	-100
12	VIC	3,367	2,056	-38.92	8.50	5.52	-34.85	14.62	12.94	-11.5
13	HPG	4,864	6,731	38.36	13.50	23.79	76.25	20.57	33.54	63.05
14	PVS	3,191	2,281	-28.52	6.60	6.94	4.70	27.92	30.32	8.57
15	ITA	3,780	2,875	-23.93	7.80	6.58	-15.86	11.15	9.13	-18.12
16	PVI	1,610	2,986	85.48	5.50	6.12	10.69	14.35	14.24	-0.75
17	VSH	1,868	2,951	58	10.40	16.12	54.40	12.71	19.20	51.1
18	SAM	3,613	2,172	-39.87	6.40	5.03	-21.35	8.12	6.03	-25.71
19	BMI	1,758	1,691	-3.78	4.30	3.88	-9.05	6.47	7.90	22.22
20	GMD	4,267	-	-100	6.20	0.00	-100	8.93	0.00	-100
21	REE	5,059	-	-100	10.10	0.00	-100	12.96	0.00	-100
22	ANV	5,611	5,327	-5.07	15.80	11.99	-24.08	21.99	19.94	-9.33
23	KDC	4,769	3,596	-24.59	7.30	6.37	-12.85	9.16	8.62	-5.93
24	DHG	6,416	7,039	9.72	13.60	14.19	4.18	20.18	20.64	2.25
25	MPC	2,711	268	-90.12	8.90	0.79	-91.12	17.57	1.91	-89.14

(Nguồn: Công ty chứng khoán VN-Direct)

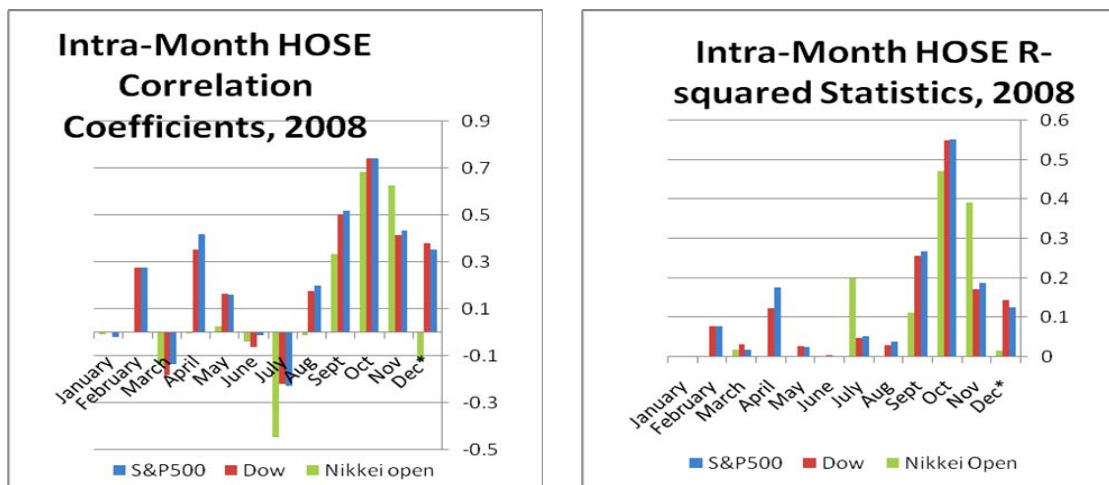
Xem xét giai đoạn từ tháng 6 năm 2006 đến tháng 9 năm 2008, có thể thấy hệ số tương quan giữa chỉ số VN-Index và các chỉ số thị trường chứng khoán Mỹ như Dow Jones, S&P500 là thấp: 7%, R-squared: 0,5%.



(Nguồn: Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia “Ngăn chặn suy giảm kinh tế Việt Nam”, trang 332, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, 5/2009)

**Biểu đồ 2.10: Hệ số tương quan giữa chỉ số VN-Index và các chỉ số thị trường chứng khoán Mỹ, giai đoạn 6/2006 - 9/2008**

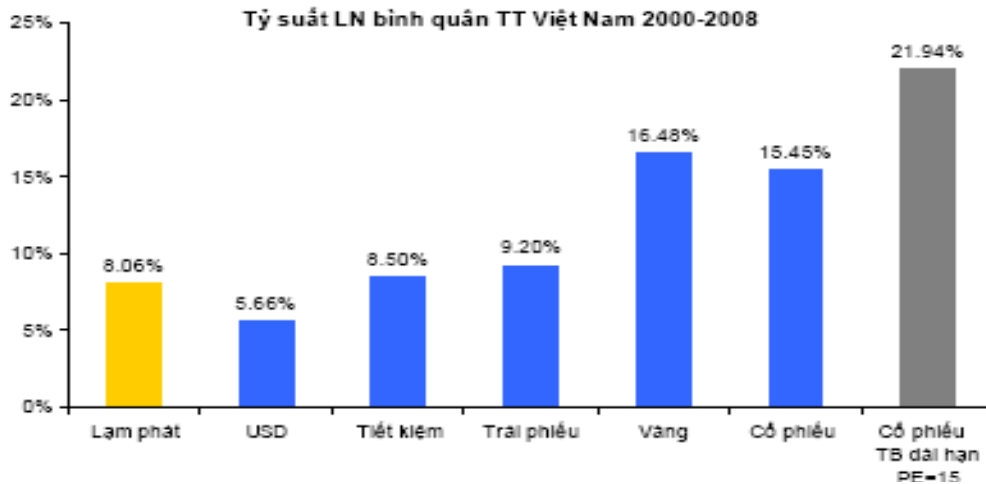
Từ tháng 9/2008 đến tháng 12/2008, hệ số tương quan tăng, R-squared tăng. Sự thay đổi hệ số tương quan ở các giai đoạn khác nhau cho thấy tâm lý các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam khá phụ thuộc vào sự thay đổi của thị trường chứng khoán Mỹ và thế giới, mức độ phụ thuộc khoảng 50%.



(Nguồn: Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia “Ngăn chặn suy giảm kinh tế Việt Nam”, trang 334, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, 5/2009)

**Biểu đồ 2.11: Hệ số tương quan giữa chỉ số VN-Index và các chỉ số thị trường chứng khoán thế giới năm 2008**

Tuy nhiên, xem xét trong cả giai đoạn 2000-2008, TTCK vẫn là một kênh đầu tư hấp dẫn so với các kênh đầu tư khác, với tỷ suất sinh lời bình quân hàng năm đầu tư cổ phiếu là 15,45%.



(Nguồn: Công ty chứng khoán VN-Direct)

### **Biểu đồ 2.12: Tỷ suất sinh lời bình quân hàng năm của các kênh đầu tư**

Tóm lại, nghiên cứu bối cảnh hình thành và diễn biến TTCKVN từ khi thành lập đến nay, đặc biệt là diễn biến trong năm 2008, là cơ sở thực tiễn để luận giải sự cần thiết tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN.

#### **2.1.2. Kiểm định tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam**

Như đã phân tích ở chương 1, Theo E.F.Fama, *thị trường hiệu quả [60]* là thị trường được điều chỉnh tức thời bởi các thông tin mới. Thị trường hiệu quả là nơi mà người tham gia không thể can thiệp vào sức mạnh cung và cầu của thị trường tự do như giá của chứng khoán niêm yết. Điều này ở TTCKVN biểu hiện trên mấy giác độ sau:

*Thứ nhất*, thị trường tập trung có quy mô còn nhỏ so với thị trường tự do, vì vậy, sự can thiệp giá là khá dễ dàng.

*Thứ hai*, các vi phạm về công bố thông tin diễn ra còn nhiều, dẫn đến sự thiếu minh bạch, công bằng và khách quan của thông tin.



*Thứ ba*, do các nhà đầu tư trong nước chịu sự chi phối của các nhà đầu tư nước ngoài, tâm lý đám đông chi phối hành vi, vì vậy, giá chứng khoán không phản ánh tức thời và chính xác các thông tin mới được công bố.

Các biểu hiện trên đều vi phạm ba giả định của lý thuyết thị trường hiệu quả, vì vậy, kết luận TTCKVN không phải là thị trường hiệu quả, không đạt mức hiệu quả dạng yếu. Trong phần tiếp theo, tính hiệu quả dạng yếu của TTCKVN sẽ được kiểm định nhằm khẳng định lại chắc chắn kết luận trên thông qua nghiên cứu định lượng. Từ đó, đưa ra kết luận về những tác động của hoạt động giám sát đến TTCKVN thời gian qua và khẳng định tính cấp thiết của việc tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN.

### ***2.1.2.1. Phương pháp và chuỗi số liệu dùng để kiểm định***

#### **a. Phương pháp kiểm định**

Để có kết luận khách quan và đầy đủ từ nhiều phía, 2 phương pháp kiểm định tham số và kiểm định phi tham số [33] sẽ được vận dụng kết hợp.

Phương pháp kiểm định tham số sẽ thực hiện bằng mô hình hồi quy. Kiểm định bằng mô hình hồi quy hay kiểm định tính bất đối xứng có nhiều loại mô hình, cho phép xem xét sự thay đổi giá trong quá khứ có ngẫu nhiên hay không, đánh giá sâu hơn về độ hiệu quả của thị trường thông qua tính đối xứng hay bất đối xứng của giá.

Phương pháp kiểm định phi tham số sẽ sử dụng kiểm định tính chuẩn, kiểm định tính dừng và kiểm định bằng đoạn mạch. Mục đích của phương pháp này là xem biến quan sát có tuân theo bước ngẫu nhiên hay không, tức là TTCK có đạt mức hiệu quả dạng yếu hay không.

#### **b. Chuỗi số liệu dùng để kiểm định**

Việc kiểm định thực hiện với chuỗi số liệu chỉ số VN-Index [47] của SGDCK TPHCM. Trong phần 2.1.1, sự thay đổi mạnh mẽ cả về lượng và chất của TTCKVN khi TTGDCKHN đi vào hoạt động đã được phân tích, đánh giá. Có thể thấy đây là sự kiện có ảnh hưởng rất lớn đến các giao dịch trên SGDCK TPHCM, đòi hỏi phải chia

chuỗi chỉ số VN-Index thành các chuỗi ở những giai đoạn trước và sau khi TTGDCKHN chính thức khai trương sàn giao dịch cổ phiếu niêm yết tháng 7/2005.

- Chuỗi VN-Index 1 được xác định trong toàn bộ thời kỳ vận hành của SGDCK TPHCM, tức là từ 28/7/2000 đến ngày 31/12/2008.

- Chuỗi VN-Index 2 được xác định trong giai đoạn đầu, khi TTGDCKHN chưa bắt đầu hoạt động, tức là từ ngày đầu giao dịch đến tháng 7/2005.

- Chuỗi VN-Index 3 được xác định trong giai đoạn sau khi TTGDCKHN bắt đầu hoạt động, tức là từ tháng 7/2005 đến ngày 31/12/2008.

Việc chia chuỗi VN-Index thành các thời kỳ khác nhau để đảm bảo việc đánh giá khách quan hơn, chính xác hơn khi điều kiện thị trường thay đổi.

#### **2.1.2.2. Kiểm định tham số**

Như đã đề cập trong phần phương pháp kiểm định, luận án sẽ thực hiện kiểm định tham số bằng mô hình hồi quy. Mô hình này xem xét sự thay đổi giá trong quá khứ có ngẫu nhiên hay không, đánh giá sâu hơn về độ hiệu quả của thị trường thông qua tính đối xứng của giá.

Mô hình được Werner F.M. De Bondt, Richard Thaler đưa ra năm 1985 [68], và sau đó Sheng-shyr Cheng nghiên cứu năm 2004 [66].

$$\Delta P_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^r \alpha_{1,i} \Delta P_{t-i}^{up} + \sum_{j=1}^s \alpha_{2,j} \Delta P_{t-j}^{down} + \varepsilon_t \quad (2.1)$$

Các giả thuyết của mô hình:

$H_0$  :  $\alpha_{1i} = \alpha_{2j} = 0$  Với mọi  $i, j$  – Mô hình tuân theo bước ngẫu nhiên, tức là thị trường đạt hiệu quả dạng yếu

$H_1$  : Tồn tại  $\alpha_{1i} \neq 0$  hoặc  $\alpha_{2j} \neq 0$  – Mô hình không tuân theo bước ngẫu nhiên, tức là thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu.

#### **Đối với chuỗi VN-Index 1**

Thực hiện hồi quy mô hình xem xét tác động đến xu hướng giá hiện tại của hai xu hướng tăng và xu hướng giảm giá, ta có bảng dưới đây:

Dependent Variable: DELTA\_P  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/09/09 Time: 09:07  
 Sample(adjusted): 5 1942  
 Included observations: 1938 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	-5.39E-16	2.08E-17	-25.84674	0.0000
DELTA_L_3	2.39E-16	1.97E-17	12.13784	0.0000
DELTA_L_4	-1.88E-16	1.30E-17	-14.51916	0.0000
DELTA_U_2	7.21E-17	1.92E-17	3.746980	0.0002
DELTA_U_3	-2.60E-16	1.98E-17	-13.11731	0.0000
DELTA_U_4	2.03E-16	1.26E-17	16.11192	0.0000
C	5.93E-16	9.56E-17	6.210340	0.0000
R-squared	0.689163	Mean dependent var	0.108576	
Adjusted R-squared	0.647123	S.D. dependent var	9.441960	
S.E. of regression	3.31E-15	Sum squared resid	2.11E-26	
F-statistic	1.97E+33	Durbin-Watson stat	2.483083	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Do các hệ số  $\alpha$  đều khác 0 nên bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , chấp nhận giả thuyết  $H_1$ , tức là *thị trường trong khoảng thời gian từ tháng 7/2000 đến 31/12/2008 không đạt hiệu quả dạng yếu.*

### **Đối với chuỗi VN-Index 2**

Thực hiện hồi quy tương tự đối với chuỗi VN-Index1, ta có bảng sau:

Dependent Variable: DELTA\_P  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/09/09 Time: 09:13  
 Sample(adjusted): 5 1292  
 Included observations: 1288 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	-1.33E-16	1.32E-17	-10.10240	0.0000
DELTA_L_3	1.10E-16	1.23E-17	8.985667	0.0000
DELTA_L_4	-5.20E-17	7.88E-18	-6.604377	0.0000
DELTA_U_2	-2.97E-16	1.47E-17	-20.13555	0.0000
DELTA_U_3	2.39E-16	1.56E-17	15.34821	0.0000
DELTA_U_4	7.58E-18	9.09E-18	0.833561	0.4047
C	-2.47E-16	3.36E-17	-7.339416	0.0000
R-squared	0.531124	Mean dependent var	0.352795	
Adjusted R-squared	0.514289	S.D. dependent var	5.618831	
S.E. of regression	1.02E-15	Sum squared resid	1.33E-27	
F-statistic	4.88E+33	Durbin-Watson stat	1.793467	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Hệ số  $\alpha$  tương ứng DELTA\_U\_4 bằng 0 vì P-value = 0.4047 > 0.05, các hệ số  $\alpha$  khác đều khác 0, vì vậy, bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , chấp nhận giả thuyết  $H_1$ . Như vậy, **trong giai đoạn từ tháng 7/2000 đến 5/2006, thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu.**

Thực hiện việc điều chỉnh mô hình, ta có mô hình sau khi bác bỏ các hệ số bằng 0 như sau:

Dependent Variable: DELTA\_P  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/09/09 Time: 09:13  
 Sample(adjusted): 5 1292  
 Included observations: 1288 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	-1.33E-16	1.32E-17	-10.13868	0.0000
DELTA_L_3	1.10E-16	1.23E-17	8.983489	0.0000
DELTA_L_4	-5.20E-17	7.85E-18	-6.626878	0.0000
DELTA_U_2	-3.01E-16	1.35E-17	-22.25452	0.0000
DELTA_U_3	2.50E-16	8.41E-18	29.79545	0.0000
C	-2.44E-16	3.34E-17	-7.289736	0.0000
R-squared	0.453278	Mean dependent var		0.352795
Adjusted R-squared	0.423892	S.D. dependent var		5.618831
S.E. of regression	1.02E-15	Sum squared resid		1.33E-27
F-statistic	5.57E+33	Durbin-Watson stat		1.825434
Prob(F-statistic)	0.000000			

Quan sát mô hình, có thể thấy chuỗi chỉ số VN-Index trong giai đoạn này bất đối xứng về mặt thời gian do trễ của xu hướng giá tăng (2) ít hơn trễ của xu hướng giá giảm (3), mức độ bất đối xứng không đáng kể, **thị trường bị thao túng khá mạnh, các nhà đầu tư trên thị trường hoặc là không tiếp cận được với thông tin, hoặc là phản ứng rất chậm với thông tin được công bố.**

### **Đối với chuỗi VN-Index 3**

Thực hiện hồi quy tương tự đối với các chuỗi VN-Index như ở phần trên, ta có bảng sau:

Dependent Variable: DELTA\_P  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/09/09 Time: 09:15  
 Sample: 1293 1942  
 Included observations: 650

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	7.52E-17	1.61E-17	4.668779	0.0000
DELTA_L_3	-1.21E-16	1.53E-17	-7.885025	0.0000
DELTA_L_4	6.29E-17	1.03E-17	6.103180	0.0000
DELTA_U_2	6.68E-18	1.43E-17	0.467765	0.6401
DELTA_U_3	6.92E-18	1.46E-17	0.475496	0.6346
DELTA_U_4	6.83E-18	9.47E-18	0.721271	0.4710
C	-1.12E-15	1.47E-16	-7.584528	0.0000
R-squared	0.280014	Mean dependent var	-0.375354	
Adjusted R-squared	0.253712	S.D. dependent var	14.25194	
S.E. of regression	2.23E-15	Sum squared resid	3.18E-27	
F-statistic	3.32E+33	Durbin-Watson stat	1.171140	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Hệ số  $\alpha$  tương ứng DELTA\_U\_2, DELTA\_U\_3, DELTA\_U\_4 bằng 0 vì P-value  $> 0.05$ , các hệ số  $\alpha$  khác đều khác 0, vì vậy, bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , chấp nhận giả thuyết  $H_1$ . Như vậy, ***trong giai đoạn từ tháng 5/2006 đến 31/12/2008, thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu.***

Thực hiện việc điều chỉnh mô hình, ta có mô hình sau khi bác bỏ các hệ số bằng 0 như sau:

Dependent Variable: DELTA\_P  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/09/09 Time: 09:16  
 Sample: 1293 1942  
 Included observations: 650

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_L_2	7.52E-17	1.49E-17	5.061829	0.0000
DELTA_L_3	-1.51E-16	1.41E-17	-10.74613	0.0000
DELTA_L_4	9.44E-17	9.28E-18	10.16997	0.0000
C	-9.79E-16	1.28E-16	-7.663616	0.0000
R-squared	0.231578	Mean dependent var	-0.375354	
Adjusted R-squared	0.211793	S.D. dependent var	14.25194	
S.E. of regression	2.06E-15	Sum squared resid	2.75E-27	
F-statistic	6.18E+33	Durbin-Watson stat	1.480261	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Quan sát mô hình, có thể thấy chuỗi chỉ số VN-Index trong giai đoạn này bất đối xứng về mặt thời gian, mức độ bất đối xứng lớn, tức là khả năng suy luận về sự thay đổi giá là khó khăn. Vì vậy, *tuy thị trường không hiệu quả nhưng mức độ thao túng không quá mạnh, các nhà đầu tư trên thị trường hoặc là không tiếp cận được với thông tin, hoặc là phản ứng rất chậm với thông tin được công bố.*

### 2.1.2.3. Kiểm định phi tham số

Trong kiểm định phi tham số, như đã nêu trong phần phương pháp, kiểm định tính chuẩn, kiểm định tính dừng và kiểm định bằng đoạn mạch sẽ được đồng thời vận dụng. Biến quan sát trong kiểm định tính chuẩn và kiểm định tính dừng là biến tỷ suất sinh lời theo ngày của 3 chuỗi số liệu ở mục 2.2.1.2. Biến quan sát trong kiểm định đoạn mạch là các chuỗi chỉ số VN-Index nói trên.

#### a. Kiểm định tính chuẩn

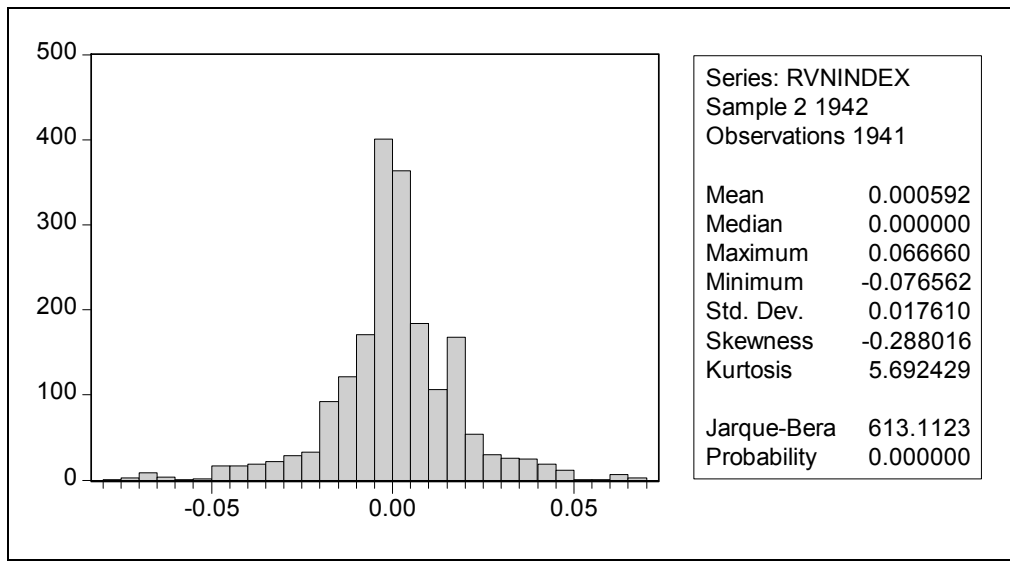
Để kiểm định tính phân bố chuẩn của chuỗi tỷ suất sinh lời theo ngày, ta có thể dùng 2 cách: thống kê mô tả của chuỗi loga của tỷ suất sinh lời và kiểm định Jacque – Bera.

#### *Đối với chuỗi tỷ suất sinh lời VN – Index 1*

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
RVNINDEX	1941	-.08	.07	.0006	.01761	-.288	.056	2.702	.111
Valid N (listwise)	1941								

Dựa trên hệ số bất đối xứng và hệ số nhọn của chuỗi này, có thể thấy chuỗi không theo quy luật phân bố chuẩn mà nhọn và lệch trái (Nếu theo quy luật phân bố chuẩn, hệ số bất đối xứng bằng 0 và hệ số nhọn bằng 3).



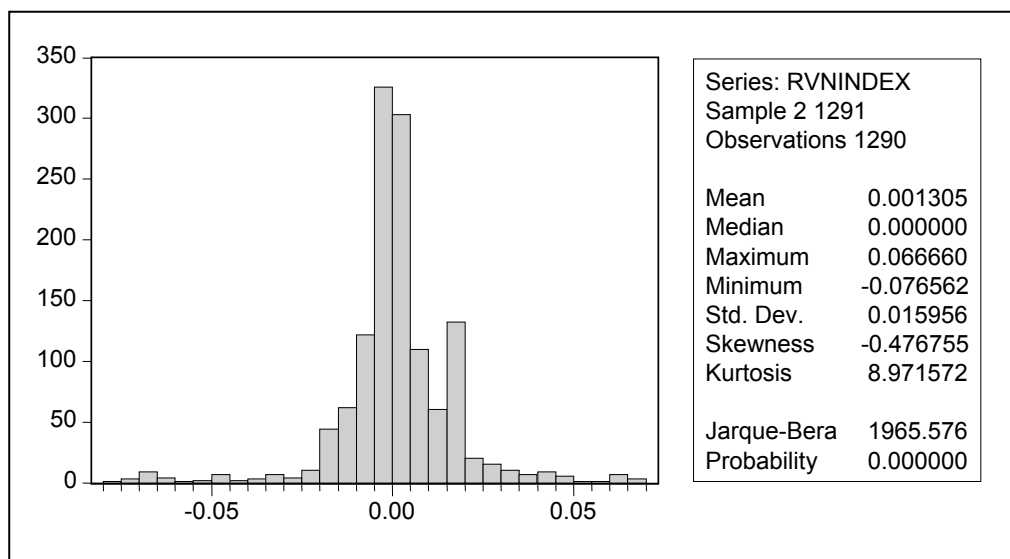
Với tiêu chuẩn Jacque – Bera, chuỗi này không tuân theo quy luật phân bố chuẩn, do P-value = 0 < 0.05

***Đối với chuỗi tỷ suất sinh lời VN - Index 2***

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
RVNINDEX	1291	-.08	.07	.0013	.01596	-.475	.068	5.990	.136
Valid N (listwise)	1291								

Chuỗi tỷ suất sinh lời VN-Index 2 không tuân theo quy luật phân bố chuẩn, do hệ số bất đối xứng = -0.477  $\neq$  0, hệ số nhọn = 5.990 > 3

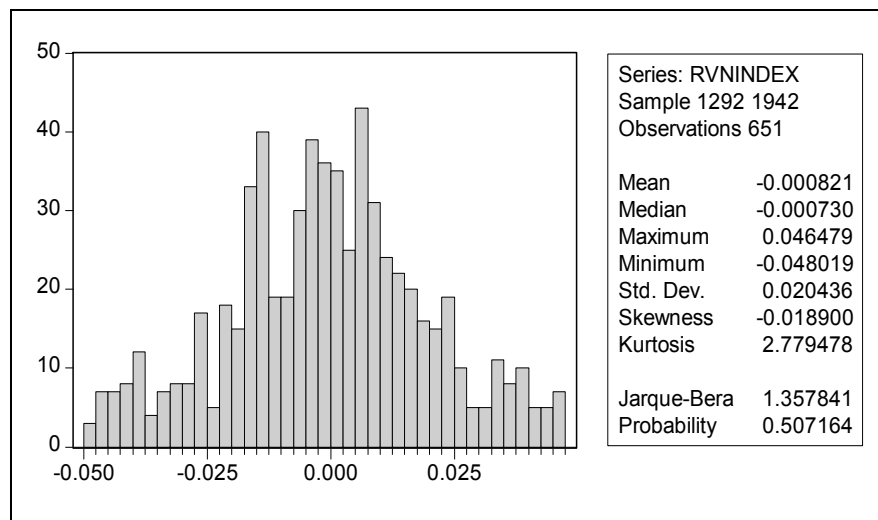


**Đối với chuỗi tỷ suất sinh lời VN-Index 3**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
RVNINDEX	651	-.05	.05	-.0008	.02044	-.019	.096	-.213	.191
Valid N (listwise)	651								

Có thể thấy rằng chuỗi này không tuân theo quy luật phân bố chuẩn do hệ số bất đối xứng và hệ số nhọn không thỏa mãn phân bố chuẩn.



Kiểm định Jarque – Bera cho thấy chuỗi tỷ suất sinh lời này tuân theo quy luật phân bố chuẩn do  $P\text{-value} = 0.51 > 0.05$

*Với việc kiểm định tính chuẩn của thị trường trong toàn bộ thời gian hoạt động (Tính đến 31/12/2008) và trong từng giai đoạn biến động khác nhau, có thể thấy, trong mọi giai đoạn, thị trường không tuân theo quy luật phân bố chuẩn, tức là không đạt hiệu quả dạng yếu. Điều này cho thấy chuỗi số liệu là không ngẫu nhiên và thị trường bị làm giá, thao túng.*

**b. Kiểm định tính dừng**

**Đối với chuỗi tỷ suất sinh lời VN-Index 1**



ADF Test Statistic	-13.60201	1% Critical Value*	-3.4367
		5% Critical Value	-2.8635
		10% Critical Value	-2.5678

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RVNINDEX)

Method: Least Squares

Date: 04/07/09 Time: 00:48

Sample(adjusted): 8 1942

Included observations: 1935 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RVNINDEX(-1)	-0.510811	0.037554	-13.60201	0.0000
D(RVNINDEX(-1))	-0.105533	0.037043	-2.848917	0.0044
D(RVNINDEX(-2))	-0.193431	0.034368	-5.628307	0.0000
D(RVNINDEX(-3))	-0.194314	0.030729	-6.323518	0.0000
D(RVNINDEX(-4))	-0.106948	0.026604	-4.020033	0.0001
D(RVNINDEX(-5))	-0.050650	0.022746	-2.226772	0.0261
C	0.000270	0.000368	0.733810	0.4632
R-squared	0.335677	Mean dependent var	-9.64E-06	
Adjusted R-squared	0.333610	S.D. dependent var	0.019803	
S.E. of regression	0.016166	Akaike info criterion	-5.408217	
Sum squared resid	0.503855	Schwarz criterion	-5.388075	
Log likelihood	5239.450	F-statistic	162.3672	
Durbin-Watson stat	2.000166	Prob(F-statistic)	0.000000	

Do  $|\tau_{qs}| = |-13.60201| > |\tau_{1\%}| = |-3.4367|$  nên kết luận chuỗi tỷ suất sinh lời VN-Index 1 là chuỗi dừng

### ***Đổi với chuỗi tỷ suất sinh lời VN-Index 2***

ADF Test Statistic	-10.12444	1% Critical Value*	-3.4383
		5% Critical Value	-2.8642
		10% Critical Value	-2.5682

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RVNINDEX)

Method: Least Squares

Date: 04/07/09 Time: 00:49

Sample(adjusted): 8 1291

Included observations: 1284 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RVNINDEX(-1)	-0.449477	0.044395	-10.12444	0.0000
D(RVNINDEX(-1))	-0.125699	0.044200	-2.843870	0.0045
D(RVNINDEX(-2))	-0.220666	0.040891	-5.396401	0.0000
D(RVNINDEX(-3))	-0.264090	0.036218	-7.291715	0.0000
D(RVNINDEX(-4))	-0.164079	0.031799	-5.159831	0.0000
D(RVNINDEX(-5))	-0.117612	0.027995	-4.201148	0.0000
C	0.000517	0.000402	1.286952	0.1983
R-squared	0.331619	Mean dependent var	-3.39E-05	
Adjusted R-squared	0.328479	S.D. dependent var	0.017372	
S.E. of regression	0.014236	Akaike info criterion	-5.660664	
Sum squared resid	0.258798	Schwarz criterion	-5.632545	
Log likelihood	3641.146	F-statistic	105.5978	
Durbin-Watson stat	1.991459	Prob(F-statistic)	0.000000	

Do  $|\tau_{qs}| = |-10.12444| > |\tau_{1\%}| = |-3.4383|$  nên kết luận chuỗi tỷ suất sinh lời VN-Index 2 là chuỗi dừng

**Đối với chuỗi tỷ suất sinh lời VN-Index 3**

ADF Test Statistic	-8.783163	1% Critical Value*	-3.4429
		5% Critical Value	-2.8663
		10% Critical Value	-2.5693

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RVNINDEX)

Method: Least Squares

Date: 04/07/09 Time: 00:50

Sample: 1292 1942

Included observations: 651

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RVNINDEX(-1)	-0.596997	0.067971	-8.783163	0.0000
D(RVNINDEX(-1))	-0.071887	0.066288	-1.084473	0.2786
D(RVNINDEX(-2))	-0.151150	0.061702	-2.449679	0.0146
D(RVNINDEX(-3))	-0.102208	0.055558	-1.839678	0.0663
D(RVNINDEX(-4))	-0.022468	0.047362	-0.474392	0.6354
D(RVNINDEX(-5))	0.034822	0.039121	0.890125	0.3737
C	-0.000465	0.000757	-0.614127	0.5393
R-squared	0.357167	Mean dependent var		3.82E-05
Adjusted R-squared	0.351178	S.D. dependent var		0.023899
S.E. of regression	0.019250	Akaike info criterion		-5.051888
Sum squared resid	0.238649	Schwarz criterion		-5.003732
Log likelihood	1651.389	F-statistic		59.63600
Durbin-Watson stat	1.983273	Prob(F-statistic)		0.000000

Do  $|\tau_{qs}| = |-8.783163| > |\tau_{1\%}| = |-3.4429|$  nên kết luận chuỗi tỷ suất sinh lời VN-Index 3 là chuỗi dừng.

*Như vậy, với kiểm định tính dừng, có thể thấy thị trường trong toàn bộ thời gian hoạt động hay chia theo khoảng thời gian khác nhau khi có những sự thay đổi đều không tuân theo bước ngẫu nhiên, tức là không đạt mức hiệu quả dạng yếu.*

**c. Kiểm định đoạn mạch**

Luận án tiến hành kiểm định đoạn mạch 3 chuỗi chỉ số chứng khoán như các phần trên nhằm xem xét tính ngẫu nhiên của các chuỗi số liệu này. Nếu chuỗi số liệu không ngẫu nhiên thì thị trường không đạt mức hiệu quả dạng yếu.

Sau khi thực hiện quy trình kiểm định đoạn mạch [33], ta có kết quả dưới đây:

	Chuỗi VN-Index 1	Chuỗi VN-Index 2	Chuỗi VN-Index 3
Trung bình	<b>392.76</b>	<b>237.00</b>	<b>702.12</b>
Số đoạn mạch	11	440	252
Số quan sát	1942	1291	651
Z	-43.579	-35.09	-25.22
$Z_{0.025} = 1.96$	$ Z  > Z_{0.025}$	$ Z  > Z_{0.025}$	$ Z  > Z_{0.025}$
Kết luận với mức ý nghĩa 5%	Chuỗi không phải là chuỗi ngẫu nhiên	Chuỗi không phải là chuỗi ngẫu nhiên	Chuỗi không phải là chuỗi ngẫu nhiên

*Như vậy, bác bỏ giả thuyết các chuỗi VN-Index nói trên là ngẫu nhiên, tức là thị trường trong toàn bộ thời gian hoạt động (đến 31/12/2008) và xét trong từng giai đoạn đều không đạt mức hiệu quả dạng yếu.*

#### **2.1.2.4. Kết luận của việc kiểm định**

Bằng việc kết hợp hai phương pháp kiểm định phi tham số và kiểm định tham số cho các chuỗi VN-Index trong toàn bộ thời gian hoạt động của thị trường hoặc chia ra các thời kỳ khác nhau khi các điều kiện của thị trường thay đổi, các kết luận của cả hai phương pháp đều cho rằng SGDCK TPHCM không đạt hiệu quả dạng yếu, tác động của hoạt động giám sát tới TTCK nhằm tăng tính hiệu quả của thị trường là rất nhỏ, các nhà đầu tư không được bảo vệ trước những vi phạm không ngừng gia tăng.

Phương pháp kiểm định tham số còn cho thấy các giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM có hiện tượng trục lợi từ tính không hiệu quả của thị trường thông qua các giao dịch nội gián, thao túng và các hành vi vi phạm khác. Một phát hiện thú vị khi thực hiện kiểm định này là, trước tháng 7/2005, thị trường bị thao túng khá mạnh, sự can thiệp để thao túng giá trên thị trường khá dễ dàng. Từ khi TTGDCKHN khai trương sàn giao dịch cổ phiếu thứ cấp vào tháng 7/2005 đến 31/12/2008, thị trường bị thao túng nhưng mức độ không mạnh, sự can thiệp để thao túng giá không dễ dàng như trước đó. Có thể giải thích điều này qua quy mô

vốn hóa thị trường tăng lên (năm 2005 là 6,1% GDP, năm 2006 là 22,7% GDP, năm 2007 là 43% GDP, năm 2008 là 14,86% GDP) làm hạn chế khả năng can thiệp giá, nhà đầu tư trên TTCKVN cũng tinh táo và khôn ngoan hơn sau 5 năm tham gia thị trường, các biện pháp quản lý và giám sát thị trường của cơ quan quản lý nhà nước và SGDCK TPHCM ngày càng được tăng cường hơn. Tuy nhiên, hầu hết các nhà đầu tư trên thị trường hoặc là không tiếp cận được với thông tin, hoặc là phản ứng rất chậm với thông tin được công bố.

Những kết luận trên cũng cho thấy một trong những nguyên nhân cơ bản dẫn đến tình trạng không hiệu quả của TTCKVN thuộc về giám sát giao dịch chứng khoán. Điều đó đặt ra yêu cầu cấp bách phải tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN nhằm ngăn chặn, phát hiện và xử lý những hành vi gian lận, lừa đảo, giao dịch nội bộ, thao túng thị trường và các hành vi vi phạm quy định pháp luật, duy trì sự công bằng, công khai của thị trường chứng khoán, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư, nâng cao tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nghiên cứu thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN sẽ minh chứng cho những nhận định trên.

## **2.2. THỰC TRẠNG GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **2.2.1. Thực trạng khung pháp lý về giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

Nhìn tổng thể, hệ thống pháp luật liên quan đến TTCK ở Việt Nam đang trong quá trình hoàn thiện. Sau gần 7 năm vận hành, tính từ thời điểm khai trương TTGDCK TPHCM, TTCKVN mới được điều chỉnh bởi Luật chứng khoán (có hiệu lực thi hành từ 01/01/2007) [34]. Trước khi Luật chứng khoán được ban hành và có hiệu lực, TTCKVN được điều chỉnh bởi Nghị định số 48/1998/NĐ-CP (hiệu lực từ 1998 đến 2003) [8] và Nghị định số 144/2003/NĐ-CP (hiệu lực từ 2003 đến hết 2006) [11]. Bên cạnh đó, có nhiều Bộ Luật và Luật điều chỉnh một phần hoạt động của nhiều đối tượng khác nhau trên thị trường chứng khoán như các ngân hàng, các tổ chức tài chính phi ngân hàng khác, các doanh nghiệp hoạt động ở nhiều lĩnh vực

thuộc các ngành nghề khác nhau. Hệ thống văn bản pháp quy liên quan, bao gồm Luật doanh nghiệp, các quy định về cổ phần hóa DNNN, quy định về quản lý ngoại hối, luật hình sự và các luật khác.

Như vậy, trong một thời gian khá dài, các cơ quan quản lý nhà nước ở Việt Nam về lĩnh vực TTCK chủ yếu tập trung vào công tác phát triển thị trường, mảng giám sát TTCK chưa được quan tâm và chưa có những bước xúc tiến cụ thể mang tính hệ thống. Ở chương 1, vấn đề này đã được nghiên cứu, trong đó, phải nói đến sự yếu kém trong việc giám sát ở các TTCK mới đi vào hoạt động. Bảng dưới đây thống kê các văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động giám sát TTCK đã được Bộ Tài chính và UBCKNN ban hành.

**Bảng 2.3: Các văn bản pháp lý về giám sát TTCK đã được ban hành**

<b>TT</b>	<b>Tên văn bản</b>
1	<i>Quyết định 31/1999/QĐ-UBCK 12/10/1999 v/v ban hành quy chế giám sát, thanh tra hoạt động chứng khoán và TTCK</i>
2	<i>Quyết định 259/QĐ-UBCK 27/9/2004 v/v phân định trách nhiệm giữa TTGDCK và các đơn vị chức năng của UBCKNN</i>
3	<i>Quyết định 92/2004/QĐ-BTC 30/11/2004 v/v ban hành hệ thống chỉ tiêu giám sát CTCK, CTQLQ</i>
4	<i>Quyết định 401/QĐ-UBCK 14/9/2005 v/v giám sát đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ</i>
5	<i>Quyết định 399/QĐ-UBCK 15/9/2005 v/v giám sát CTQLQ, NHGS, QĐTCK</i>
6	<i>Quyết định 271/QĐ-UBCK 27/5/2005 v/v giám sát TCPH ra công chúng</i>
7	<i>Nghị định 36 của Chính phủ và Thông tư 97/2007/TT-BTC 8/8/2007 về xử phạt vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán</i>
8	<i>Quyết định 127/QĐ-BTC 31/12/2008 của Bộ Tài chính về ban hành quy chế giám sát giao dịch chứng khoán</i>
9	<i>Quyết định 531/QĐ-UBCK 21/8/2009 của UBCKNN về ban hành Quy định hướng dẫn về giám sát giao dịch chứng khoán</i>

(Nguồn: Website của Bộ Tài chính – [www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn))

Ngoài các văn bản quy định về giám sát TTCK, Bộ Tài chính, UBCKNN và các SGDCK, TTGDCK đã ban hành một số quy định liên quan đến giao dịch chứng khoán như quy định về điều kiện niêm yết, quy chế công bố thông tin [48].

Qua phân tích ở trên, đến trước thời điểm ngày 31/12/2008, tức là sau gần 9 năm đi vào hoạt động, TTCKVN mới có văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Trên thực tế, Quyết định số 31/1999/QĐ-UBCK ban hành ngày 12/10/1999, tức là trước khi TTCK thứ cấp đi vào hoạt động, không tách bạch hoạt động thanh tra và giám sát, không có tính khả thi và hiệu lực. Hiện tại, Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK Việt Nam ban hành tại Quyết định 127/QĐ-BTC 31/12/2008 của Bộ Tài chính [5] vẫn đang ở giai đoạn triển khai bước đầu. Các văn bản pháp quy khác chủ yếu phục vụ công tác quản lý nhà nước đối với các chủ thể tham gia thị trường như Công ty đại chúng (kể cả công ty niêm yết); CTCK; Công ty quản lý quỹ, QĐT, công ty đầu tư; Các tổ chức tự quản. Tuy nhiên, các văn bản này không có quy định về giám sát các chủ thể này tham gia giao dịch mua bán chứng khoán trên thị trường, đặc biệt là chưa có quy trình giám sát giao dịch bất thường như giao dịch nội gián, thao túng thị trường, tính hiệu lực và hiệu quả thực tế của các văn bản này còn thấp.

Về xử phạt, khung xử phạt hành chính quy định tại Nghị định 36/2007/NĐ-CP ngày 08/03/2007 còn thấp, tối đa 70 triệu đồng, không đảm bảo tính chất răn đe, ngăn ngừa các hành vi vi phạm [15]. Mới đây, ngày 02/4/2008, Ủy ban Thường vụ Quốc Hội đã thông qua Pháp lệnh sửa đổi, bổ sung một số điều của *Pháp lệnh xử lý vi phạm hành chính*, theo đó, mức phạt là từ 10.000 đồng đến 500 triệu đồng [48]. Tuy nhiên, mức phạt 500 triệu đồng chưa có chế tài cụ thể để UBCKNN vận dụng trong việc xử phạt các vi phạm trong khuôn khổ các hoạt động mà UBCKNN quản lý.

Bộ Luật Hình sự năm 1999 chưa có quy định cụ thể về tội phạm và hình phạt đối với hoạt động trên thị trường chứng khoán. Luật Hình sự (sửa đổi) năm 2009 cũng không đưa cụ thể tội danh vi phạm pháp luật trên TTCK, trừ một số quy định về *gây hậu quả nghiêm trọng*. Theo Thông tư liên tịch giữa Bộ Tài chính và Bộ

Công an số 46/2009/TTLT-BCA ngày 11/3/2009, *gây hậu quả nghiêm trọng* là gây thiệt hại lớn về tài sản và các hậu quả phi vật chất (gây ảnh hưởng xấu đến việc thực hiện đường lối của Đảng, chính sách của Nhà nước; gây ảnh hưởng xấu đến sự công bằng, công khai, minh bạch và an toàn của thị trường chứng khoán) được quy định trong các văn bản quy phạm pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán hoặc các văn bản quy phạm pháp luật khác quy định, hướng dẫn gây hậu quả nghiêm trọng. Như vậy, khái niệm *gây hậu quả nghiêm trọng* chưa được làm rõ [49] thông qua xác định hành vi, lượng hóa mức độ nghiêm trọng, vì vậy, không thể coi là rõ ràng và cụ thể.

Tóm lại, qua 9 năm hoạt động, khung pháp lý điều chỉnh hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN vẫn đang trong quá trình hoàn thiện. Hệ thống văn bản pháp luật hiện hành khá đầy đủ về mặt phạm vi điều chỉnh, song nội dung còn nhiều bất cập, không đảm bảo tính kỹ luật trên thị trường, không có tính răn đe đối với các vi phạm, thủ tục hành chính rườm rà, không theo kịp với sự phát triển nhanh chóng của thị trường và mức độ phức tạp của các hành vi vi phạm pháp luật trên TTCK.

### **2.2.2. Mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM**

Qua phần nghiên cứu về thực trạng khung pháp lý ở trên, có thể thấy rằng, qua 9 năm vận hành, mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK Việt Nam chưa được xác lập rõ.

Tại TTCK Việt Nam hiện nay, hoạt động giám sát TTCK nói chung, giám sát giao dịch chứng khoán nói riêng, thuộc về chức năng, nhiệm vụ của nhiều cơ quan.

*Thứ nhất*, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia [50]. Ngày 3/3/2008, Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia được thành lập theo Quyết định số 34/2008/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ. Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia có chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong điều phối hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia; giúp Thủ tướng Chính phủ giám sát chung thị trường tài chính quốc gia. Như đã phân tích trong Chương 1, việc thành lập Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia nhằm thống nhất giám sát các hoạt động của thị trường tài

chính, bao gồm các hoạt động ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm là xu hướng của các nước trên thế giới. Tuy nhiên, cơ cấu tổ chức các cơ quan hành pháp có chức năng quản lý, giám sát thị trường tài chính của các nước thực hiện mô hình này rất khác biệt so với Việt Nam. Ở nước ta, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia là cơ quan có chức năng tham mưu, tư vấn, vì vậy, vai trò giám sát thị trường tài chính khó có thể thực hiện được. Vấn đề đối với Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia là cần có cơ chế hoạt động rõ ràng, cụ thể, xác định rõ mối quan hệ với các cơ quan quản lý, giám sát thị trường tài chính như Bộ Tài Chính, UBCKNN, NHNNVN. Trên thực tế, do mới thành lập và phải mất tới 3 tháng sau mới đi vào hoạt động, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia đang trong quá trình xây dựng bộ máy và triển khai bước đầu các hoạt động.

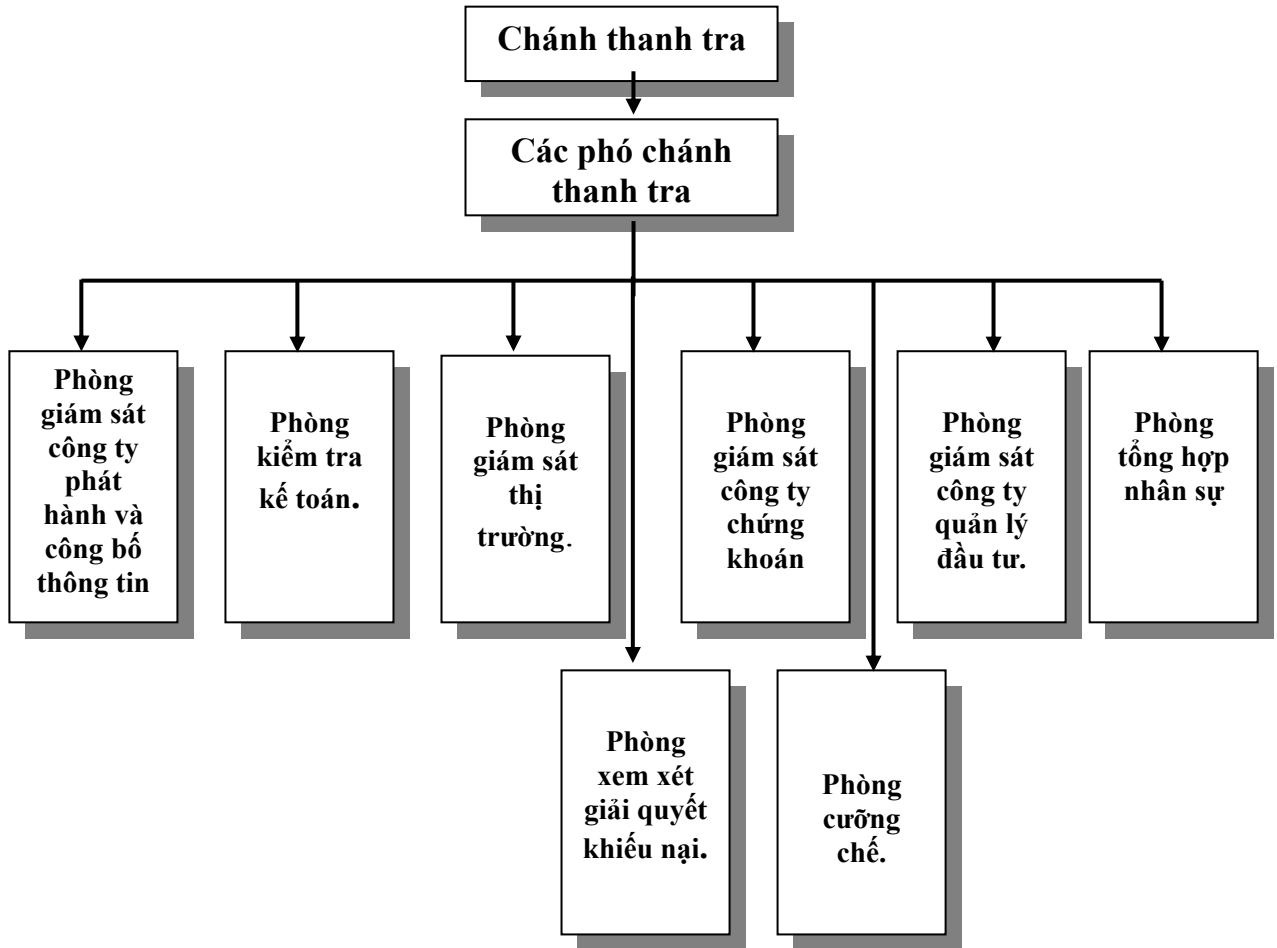
*Thứ hai*, UBCKNN. Theo quy định hiện hành về tổ chức và hoạt động, UBCKNN là cơ quan có thẩm quyền giám sát tổng thể các hoạt động của TTCK, chịu trách nhiệm tổ chức hệ thống giám sát, thực hiện giám sát và phân quyền cho các tổ chức tự quản trong hoạt động giám sát. Do TTCKVN đang trong giai đoạn đầu phát triển, UBCKNN trong thời gian qua chủ yếu tập trung vào việc phát triển thị trường, xây dựng hành lang pháp lý và quản lý các hoạt động của TTCK.

Trước thời điểm thành lập Ban Giám sát thuộc UBCKNN (tháng 3/2008) và ban hành Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK (31/12/2008), chức năng giám sát giao dịch chứng khoán chủ yếu nằm ở Thanh tra UBCK và một số ban chức năng. Chức năng giám sát được quy định tại các Quyết định của Thủ tướng, Bộ Tài chính, UBCKNN về chức năng, nhiệm vụ các đơn vị thuộc UBCKNN, gần đây nhất là Quyết định số 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/1/2008 và Quyết định 49/2008/QĐ-BTC sửa đổi một số điều của quyết định 02/2008/QĐ-BTC.

Sau gần 9 năm hoạt động, ngày 31/12/2008, Bộ Tài chính ban hành quyết định 127/QĐ-BTC về việc ban hành quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK (Quy chế 127). Theo Quy chế này, UBCKNN vừa thực hiện giám sát giao dịch trên TTCK, vừa giám sát SGDCK trong hoạt động giám sát giao dịch. Tuy



hiện, hiện tại, chức năng giám sát còn thuộc các Ban chức năng của UBCK, Ban Giám sát (Thành lập tháng 3/2008) và Thanh tra UBCK.



(Nguồn: Ủy ban chứng khoán Nhà nước – [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn))

### **Sơ đồ 2.1: Sơ đồ bộ máy thanh tra, giám sát TTCK Việt Nam trước 3/2008**

Thứ ba, các tổ chức tự quản. Ở Việt Nam, tổ chức tự quản có chức năng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK là SGDCK, còn HHKDCK không có chức năng này. Theo Quy chế 127, xét trên giác độ chủ thể giám sát, SGDCK là tổ chức tự quản có vai trò giám sát các giao dịch chứng khoán trong phạm vi các hoạt động của SGDCK. Đồng thời, SGDCK cũng là đối tượng giám sát của UBCKNN trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán.

Như vậy, trước khi có Quy chế 127, tức là trước thời điểm 31/12/2008, mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK Việt Nam chưa được xác lập chính

thức. Hiện nay, Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán đang trong giai đoạn triển khai thực hiện bước đầu, nhiều vấn đề của Quy chế còn cần được cụ thể hóa như xác lập rõ hơn mô hình, cơ chế giám sát và các điều kiện để thực hiện mô hình, cơ chế giám sát này.

### **2.2.3. Thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM của UBCKNN**

Nghiên cứu khái quát về giám sát giao dịch trên TTCKVN, có thể thấy rằng trong một thời gian dài, hoạt động giám sát chưa được chú trọng đúng mức. Từ khi bắt đầu hoạt động tháng 7/2000 cho đến trước tháng 3/2008, TTCKVN chưa có cơ quan chuyên trách giám sát thị trường, chức năng giám sát chủ yếu nằm ở Thanh tra và các ban chức năng, việc giám sát giao dịch vừa thuộc thẩm quyền của UBCKNN, vừa thuộc thẩm quyền của SGDCK, TTGDCK.

Theo Quyết định số 259/QĐ-UBCK ngày 27/9/2004 của Chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Quy trình phân định trách nhiệm giữa Trung tâm Giao dịch Chứng khoán với các đơn vị chức năng của ủy ban Chứng khoán Nhà nước, một số nội dung liên quan đến quyền hạn trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán trên TTGDCK TPHCM của UBCKNN như sau:

- UBCKNN (Thanh tra) có trách nhiệm:
  - + Điều tra, kết luận các dấu hiệu giao dịch có vi phạm trên thị trường;
  - + Áp dụng các biện pháp cưỡng chế theo quy định của pháp luật nhằm đảm bảo hoạt động giao dịch trên thị trường theo đúng chế độ quy định, bảo vệ các nhà đầu tư.
- UBCKNN (Ban Quản lý Kinh doanh) có trách nhiệm:
  - + Giám sát thực thi đối với các CTCK và người có chứng chỉ hành nghề tuân thủ các quy định pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán và các điều kiện được cấp giấy phép;
  - + Tổng hợp báo cáo giám sát các CTCK, người có chứng chỉ hành nghề theo định kỳ;
  - + Đề xuất các biện pháp nhằm yêu cầu chấn chỉnh các CTCK thực hiện theo chế độ quy định.

- UBCKNN (Ban Quản lý Phát hành) có trách nhiệm:

- + Phối hợp giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết của các tổ chức niêm yết trên thị trường tập trung;
- + Phối hợp giám sát việc thực hiện công bố thông tin, chế độ báo cáo của tổ chức niêm yết;
- + Giám sát việc thực hiện quy định về quản trị công ty, điều lệ mẫu;
- + Tổng hợp báo cáo giám sát các tổ chức niêm yết định kỳ;
- + Đề xuất các biện pháp nhằm tăng cường thực thi các văn bản pháp luật đối với tổ chức niêm yết.

Trong khoảng thời gian này, do cơ chế không rõ ràng và do sự thiếu hụt về các điều kiện đảm bảo nên hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán được thực hiện manh mún, thiếu tính hệ thống, giám sát giao dịch chứng khoán chỉ được tiến hành theo đơn thư khiếu nại, vì vậy, không đạt được mục tiêu phát triển TTCK một cách lành mạnh, minh bạch và hiệu quả.

Từ tháng 3/2008, Ban Giám sát thuộc UBCKNN được thành lập, thực hiện chức năng giám sát thị trường chứng khoán. Đồng thời, Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM được thành lập tháng 5/2007 trên cơ sở TTGDCK TP HCM cũng tạo tiền đề để giám sát giao dịch chứng khoán một cách hiệu quả hơn. Sau thời gian khá dài chuẩn bị, Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN được Bộ Tài chính ban hành ngày 31/12/2008 (tại Quyết định số 127/QĐ-BTC). Quy chế này là cơ sở pháp lý quan trọng để xây dựng hệ thống giám sát, tổ chức hoạt động giám sát một cách hệ thống hơn. Như đã đề cập ở các phần trên, do mới được ban hành nên việc thực hiện mới dừng ở giai đoạn triển khai và cần thêm thời gian để đánh giá tác động của Quy chế này đến hoạt động giám sát giao dịch trên TTCKVN.

Theo Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán, tổ chức bộ máy giám sát trên TTCK ở Việt Nam được chia làm 2 cấp, bao gồm Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và SGDCK, TTGDCK. Theo đó, nội dung giám sát của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước bao gồm:

- Giám sát SGDCK, TTGDCK trong việc thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán.

- Giám sát việc ban hành, thực hiện quy định, quy trình đặt lệnh, chuyển lệnh giao dịch chứng khoán cho khách hàng của CTCK, việc thực hiện chế độ kiểm soát nội bộ, thực hiện đạo đức nghề nghiệp của các CTCK liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán.

- Giám sát công bố thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán của các tổ chức niêm yết, tổ chức đăng ký giao dịch, công ty đại chúng, CTCK, nhà đầu tư.

- Giám sát việc cung cấp dịch vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán của các đối tượng giám sát.

Với những nội dung trên, UBCKNN giám sát giao dịch chứng khoán qua các phương thức sau:

- Giám sát giao dịch chứng khoán thông qua hệ thống máy tính giám sát giao dịch kết nối với Sở Giao dịch Chứng khoán, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán nhằm phát hiện giao dịch bất thường.

- Giám sát giao dịch chứng khoán dựa trên thông tin từ các nguồn:

+ Báo cáo giám sát giao dịch chứng khoán của Sở Giao dịch Chứng khoán, Trung tâm Giao dịch chứng khoán;

+ Báo cáo của các CTCK;

+ Báo cáo của các công ty đại chúng;

+ Báo cáo, phản ánh của các tổ chức, cá nhân tham gia giao dịch trên thị trường chứng khoán;

+ Các nguồn tin trên các phương tiện thông tin đại chúng, tin đồn;

+ Các nguồn thông tin khác.

- Kiểm tra định kỳ theo kế hoạch giám sát giao dịch chứng khoán hàng năm; kiểm tra bất thường đối với các đối tượng giám sát thông qua việc phát hiện các giao dịch bất thường, theo báo cáo của Sở Giao dịch Chứng khoán, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán và của các tổ chức, cá nhân tham gia giao dịch và cung cấp các dịch vụ giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán.

Đồng thời với sự hoàn thiện hơn về cơ cấu tổ chức và cơ chế giám sát, trong giai đoạn từ đầu năm 2007 đến nay, UBCKNN đã đẩy mạnh hơn các hoạt động

giám sát, thanh tra, xử phạt, nhằm tăng cường hơn tính công khai, minh bạch và công bằng của TTCKVN [44].

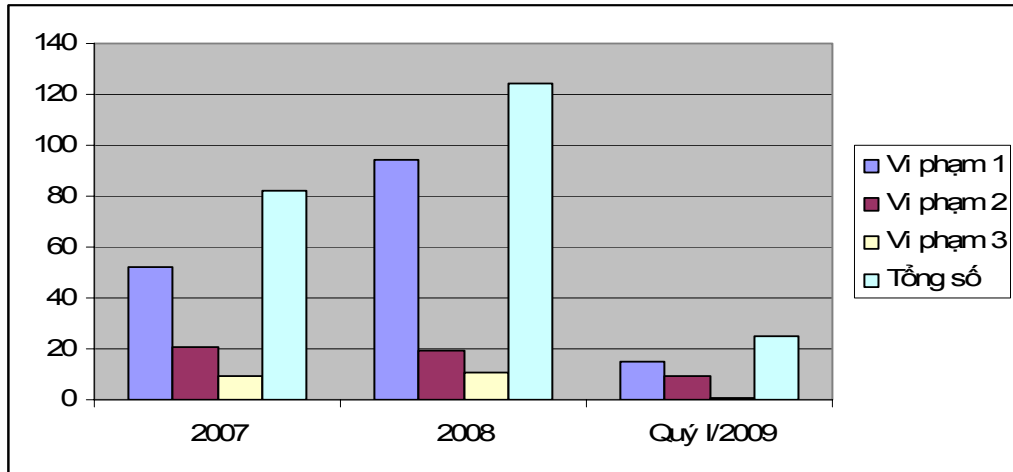
Với những bước phát triển như đã phân tích ở trên, hiệu quả của hoạt động giám sát giao dịch trên TTCKVN thời gian qua ngày càng được nâng cao hơn. Điều này thể hiện rõ qua số liệu các trường hợp vi phạm được phát hiện, điều tra và xử lý. Trong khoảng thời gian từ khi bắt đầu hoạt động đến hết năm 2006, rất ít vi phạm bị xử lý, nếu có, đều bắt nguồn từ khiếu nại, tố cáo của công chúng. Từ năm 2007, số vi phạm bị xử lý tăng vọt lên 82 trường hợp, năm 2008 là 124 trường hợp.

**Bảng 2.4: Các trường hợp vi phạm trên TTCKVN đã bị xử phạt từ năm 2007 đến hết quý I/2009**

<i>Hành vi vi phạm</i>	<i>2007</i>		<i>2008</i>		<i>Quý I/2009</i>	
	<i>Số vi phạm bị xử lý</i>	<i>Tỷ lệ</i>	<i>Số vi phạm bị xử lý</i>	<i>Tỷ lệ</i>	<i>Số vi phạm bị xử lý</i>	<i>Tỷ lệ</i>
1. Vi phạm các quy định về công ty đại chúng, chào bán chứng khoán ra công chúng chế độ báo cáo và công bố thông tin của công ty đại chúng, công ty niêm yết	52	63,41%	94	75,8%	15	60%
2. Giao dịch giả tạo; thao túng thị trường; thực hiện giao dịch chứng khoán mà không báo cáo của các cổ đông nội bộ công ty niêm yết	21	25,61%	19	15,3%	9	36%
3. Vi phạm các quy định về hoạt động kinh doanh chứng khoán của các CTCK, chế độ báo và công bố thông tin của CTCK	9	10,98%	11	8,9%	1	16%
<b><i>Tổng số</i></b>	<b>82</b>	<b>100%</b>	<b>124</b>	<b>100%</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

(Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Thanh tra UBCKNN)

Số liệu các vi phạm trong năm 2007, 2008 và quý I/2009 được thể hiện trên biểu đồ 2.13.



(Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Thanh tra UBCKNN)

### **Biểu đồ 2.13: Số vi phạm đã bị xử phạt từ năm 2007 đến hết quý I/2009**

Tuy nhiên, phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của UBCKNN quy định tại Quy chế 127 đang gặp phải những vấn đề khó khăn rất lớn.

*Một là*, phương thức giám sát giao dịch chứng khoán thông qua hệ thống máy tính giám sát giao dịch kết nối với Sở Giao dịch Chứng khoán, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán nhằm phát hiện giao dịch bất thường, trong thời điểm hiện tại là không khả thi do những vấn đề về hạ tầng công nghệ thông tin và yêu cầu về bảo mật dữ liệu của các SGDCK.

*Hai là*, phương thức giám sát giao dịch chứng khoán dựa trên thông tin từ các nguồn báo cáo và thu thập qua các phương tiện thông tin đại chúng, tin đồn, hiện tại, mới chỉ thực hiện được thông qua báo cáo từ SGDCK, CTCK, CTNY và bước đầu theo dõi trên các phương tiện thông tin đại chúng. Đến tháng 4/2009, Ban Giám sát của UBCKNN có 19 cán bộ, trong đó có 3 lãnh đạo và 16 nhân viên, hưởng lương theo ngạch bậc công chức nhà nước [48]. Với lực lượng nhân sự hiện tại, việc tổng hợp thông tin từ các nguồn trên đã chiếm hết thời gian làm việc, trong khi đó, yêu cầu về kiểm định thông tin báo cáo, thu thập và xử lý tin đồn đang là một thách thức lớn.

*Ba là*, phương thức giám sát thông qua kiểm tra cũng gặp nhiều khó khăn. Với nguồn nhân lực như đã đề cập ở trên, với cơ chế tài chính của ngân sách nhà nước cho con người và các khoản chi thường xuyên khác, phương thức giám sát này thực sự bất cập so với đối tượng giám sát là 2 SGDCK, trên 340 CTNY, trên 100 CTCK, 42 công ty quản lý quỹ, 30 QĐT chứng khoán và nhiều tổ chức cung cấp dịch vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán khác.

Trên cơ sở phân tích thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM của UBCKNN, trong phần tiếp theo, luận án sẽ tiếp tục phân tích thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM của chủ thể giám sát khác trong mô hình giám sát, đó là các tổ chức tự quản.

#### **2.2.4. Thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM của các tổ chức tự quản**

##### **2.2.4.1. Nội dung và phương thức giám sát**

Tại Việt Nam, tổ chức tự quản thực hiện chức năng giám sát giao dịch chứng khoán là SGDCK, TTGDCK, còn HHKDCK chưa có chức năng này. Như đã đề cập ở các phần trên, SGDCK TPHCM, tiền thân là TTGDCK TPHCM là tổ chức tự quản có chức năng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM.

Ở giai đoạn trước khi TTGDCK TPHCM, với mô hình là đơn vị sự nghiệp thuộc UBCKNN, chuyển thành SGDCK TPHCM, với mô hình là công ty TNHH Nhà nước một thành viên, hoạt động giám sát của TTGDCK TPHCM được thực hiện không hiệu quả, không được phân quyền rõ ràng, vì vậy, không đủ cơ chế để giám sát giao dịch chứng khoán. Trong Quy trình phân định trách nhiệm giữa Trung tâm Giao dịch Chứng khoán với các đơn vị chức năng của UBCKNN, ban hành kèm theo Quyết định số 259/2004/QĐ-UBCK của Chủ tịch Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước, TTGDCK TPHCM thực hiện giám sát theo những nội dung sau:

- Đối với hoạt động giám sát giao dịch hàng ngày:
- + Tổ chức thực hiện giám sát các hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán để kịp thời phát hiện “giao dịch nghi vấn” có dấu hiệu vi phạm giao dịch nội gián, thao túng thị trường hoặc vi phạm công bố thông tin;

- + Tổ chức thu thập các chứng cứ có liên quan báo cáo UBCKNN;
- + Xây dựng các mẫu giao dịch và tham số cảnh báo phù hợp với hoạt động giao dịch trong từng giai đoạn phát triển của thị trường.
- Đối với hoạt động giám sát CTCK thành viên:
  - + Giám sát việc chấp hành quy chế thành viên và những người đại diện giao dịch chứng khoán tại TTGDCK theo chế độ quy định đối với thành viên TTGDCK.
  - + Báo cáo UBCKNN các dấu hiệu vi phạm của các thành viên, các đại diện giao dịch tại TTGDCK.
  - + Yêu cầu thành viên và các đại diện giao dịch chứng khoán tại TTGDCK tuân thủ theo Quy chế thành viên TTGDCK hoặc phối hợp với UBCKNN trong việc cưỡng chế thành viên và đại diện giao dịch thực thi theo đúng chế độ quy định.
- Đối với hoạt động giám sát các tổ chức niêm yết:
  - + Trực tiếp giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết tại TTGDCK theo chế độ quy định: giám sát việc thay đổi niêm yết, hủy bỏ niêm yết và niêm yết lại;
  - + Trực tiếp giám sát việc thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin đối với các tổ chức niêm yết;
  - + Giám sát giao dịch của các cổ đông nội bộ, giao dịch cổ phiếu quỹ; thầu tóm tổ chức niêm yết; giao dịch chào mua công khai.

Với các nội dung trên, hoạt động giám sát giao dịch trên TTGDCK TPHCM trong giai đoạn này được tiến hành thông qua ba phương thức chủ yếu sau [22]:

- Thứ nhất là, phương pháp phân tích giúp phát hiện các chứng khoán có giao dịch bất thường, phát hiện dấu hiệu vi phạm các quy định về chứng khoán và thị trường chứng khoán làm căn cứ để kiểm tra;
- Thứ hai là, phương pháp so sánh, đối chiếu giúp tìm ra mối liên hệ, liên kết giữa các sự kiện và tìm bằng chứng để trên cơ sở đó đề nghị thanh tra UBCKNN tiến hành kiểm tra, điều tra đối với các hành vi bị cấm và hạn chế đã được phát hiện;
- Thứ ba là, phương pháp thống kê nhằm tìm ra những xu hướng biến động chung cho từng loại chứng khoán, từng ngành hoặc của cả thị trường, hỗ trợ cho công tác phân tích chứng khoán.



Tuy nhiên, các phương thức này còn mang tính lý thuyết, trên thực tế, hoạt động giám sát chủ yếu dựa vào báo cáo của các thành viên tham gia thị trường, đơn thư khiếu nại và kiểm tra. Vì vậy, số vi phạm phát hiện và xử lý trong giai đoạn trước khi chuyển thành SGDCK là không đáng kể, chủ yếu là xử lý về vi phạm tuân thủ quy định về giao dịch.

Từ khi chuyển thành mô hình SGDCK, SGDCK TPHCM đã thúc đẩy hơn hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán, trong khuôn khổ chức năng, nhiệm vụ và sự phân quyền của UBCKNN. Trong bối cảnh hàng loạt các biện pháp tăng cường giám sát của UBCKNN được thực hiện như thành lập Ban Giám sát, ban hành Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN (Quyết định số 127/QĐ-BTC ngày 31/12/2008 của Bộ Tài chính), điều chỉnh quy định về chức năng, nhiệm vụ của các đơn vị thuộc UBCKNN (Quyết định 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/1/2008 và quyết định 49/2008/QĐ-BTC ngày 08/7/2008 sửa đổi một số điều của quyết định 02/2008 của Bộ Tài chính), hoạt động giám sát của SGDCK TPHCM cũng được tăng cường hơn.

Theo Quy chế 127, *Sở Giao dịch Chứng khoán, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán* thực hiện giám sát theo ba nội dung sau:

- Giám sát nhằm ngăn ngừa, phát hiện các giao dịch và hành vi vi phạm pháp luật về giao dịch chứng khoán, bao gồm:

- + Các hành vi gian lận hoặc lừa đảo trong giao dịch chứng khoán;
- + Các giao dịch nội bộ;
- + Các giao dịch thao túng thị trường;

+ Các hành vi vi phạm khác theo quy định của pháp luật về xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán và các quy định khác của pháp luật liên quan.

- Giám sát công bố thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán được niêm yết, đăng ký giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán của các tổ chức niêm yết chứng khoán, tổ chức đăng ký giao dịch chứng khoán, CTCK, CTQLQĐTCK, QĐT chứng khoán đại chúng, CTĐTCK và nhà đầu tư theo đúng quy định hiện hành.

- Giám sát việc tuân thủ chế độ báo cáo, các quy định về niêm yết chứng khoán, đăng ký giao dịch chứng khoán đối với tổ chức niêm yết chứng khoán, tổ chức đăng ký giao dịch chứng khoán.

Theo Quy chế này, *phương thức giám sát giao dịch chứng khoán* của Sở Giao dịch Chứng khoán là:

- Giám sát trực tuyến các giao dịch hàng ngày của các chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch chứng khoán để phát hiện các giao dịch bất thường.

- Giám sát giao dịch chứng khoán nhiều ngày dựa trên:

+ Cơ sở dữ liệu giao dịch chứng khoán;

+ Các báo cáo, phản ánh thông tin của các CTCK, công ty đại chúng, các tổ chức, cá nhân tham gia thị trường chứng khoán; các bản công bố thông tin của các nhà đầu tư theo quy định của pháp luật chứng khoán và thị trường chứng khoán;

+ Các nguồn tin trên các phương tiện thông tin đại chúng;

+ Các nguồn thông tin khác.

- Thực hiện kiểm tra theo uỷ quyền của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đối với các thành viên giao dịch. Phối hợp với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các chủ thể giám sát khác kiểm tra định kỳ hoặc bất thường đối với các đối tượng giám sát thuộc phạm vi quản lý của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Hiện tại, SGDCK đang trong quá trình triển khai thực hiện ở giai đoạn đầu Quy chế 127, nhiều vấn đề như phần mềm giám sát giao dịch, hệ thống chỉ tiêu giám sát, hệ thống báo cáo tự động, hệ thống cơ sở dữ liệu phục vụ giám sát... còn đang trong quá trình nghiên cứu, xây dựng. Vì vậy, hiệu quả của việc thực hiện Quy chế 127 cần thêm thời gian mới có thể đánh giá được một cách tổng thể và chính xác.

Để thực hiện các nội dung giám sát giao dịch chứng khoán, SGDCK dựa vào các phương thức giám sát như đã trình bày ở trên. Phần tiếp theo, luận án sẽ nghiên cứu thực trạng giám sát giao dịch trên SGDCK TPHCM theo ba nội dung giám sát giao dịch chứng khoán quy định tại Quy chế 127.

#### ***2.2.4.2. Giám sát nhằm ngăn ngừa, phát hiện các hành vi vi phạm pháp luật về giao dịch chứng khoán***

Theo quy định, các hành vi vi phạm pháp luật về giao dịch chứng khoán bao gồm:

- Các hành vi gian lận hoặc lừa đảo trong giao dịch chứng khoán;
- Các giao dịch nội bộ;
- Các giao dịch thao túng thị trường;
- Các hành vi vi phạm khác theo quy định của pháp luật về xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán và các quy định khác của pháp luật liên quan.

Với nội dung giám sát này, bộ phận giám sát của SGDCK TPHCM đã kết nối dữ liệu từ hệ thống giao dịch, hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ và hệ thống công bố thông tin.

##### **a. Kết nối dữ liệu với hệ thống giao dịch**

Hệ thống giao dịch hiện tại cung cấp toàn bộ dữ liệu về giao dịch phục vụ cho công tác theo dõi, phân tích đánh giá trong công tác giám sát giao dịch. Các dữ liệu được cung cấp từ hệ thống giao dịch gồm:

- Mã số công ty chứng khoán thành viên;
- Số tài khoản;
- Loại hình : khách hàng, nước ngoài hay tự doanh.
- Ngày đặt lệnh, thời gian đặt lệnh;
- Loại lệnh, tình trạng lệnh;
- Khối lượng đặt lệnh, khối lượng khớp lệnh;
- Giá đặt lệnh của từng tài khoản, giá khớp lệnh.

Các dữ liệu trên sẽ được thống kê, phân tích theo các tiêu chí đặt ra trong một khoảng thời gian xác định nhằm tìm kiếm các giao dịch bất thường hay để theo dõi hành vi giao dịch của nhà đầu tư.

Việc giám sát trực tuyến tại SGDCK được thực hiện qua 2 hệ thống: quản lý thị trường (Market Regulation Terminal-MR Term) và hệ thống kết nối trực tiếp với các thành viên (Direct Connect Terminal - DC Term), giám sát các hoạt động giao

dịch biến động trên thị trường (giá cả, khối lượng tăng giảm đột biến, chứng khoán bị cảnh báo, chứng khoán bị kiểm soát, đình chỉ giao dịch hoặc huỷ niêm yết).

Hệ thống giao dịch này cũng cho phép quản lý được tỷ lệ nắm giữ chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài theo quy định của Thủ tướng Chính phủ. Theo đó, hệ thống này cho phép khối lượng chứng khoán của tổ chức phát hành mà nhà đầu tư nước ngoài còn được phép mua (hệ thống quản lý Foreign Room). Khi lệnh giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài được thực hiện, thì khối lượng chứng khoán mà nhà đầu tư còn được phép mua sẽ được khấu trừ ngay phần giao dịch được thực hiện. Ngược lại, khi có lệnh giao dịch bán chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài được thực hiện, thì khối lượng chứng khoán mà nhà đầu tư nước ngoài được phép mua tự động tăng lên sau khi quá trình thanh toán giao dịch được hoàn tất (T+3). Nếu trong trường hợp lệnh mua của nhà đầu tư nước ngoài được thực hiện, nhưng do khối lượng chứng khoán dành cho nhà đầu tư nước ngoài đã hết, thì lệnh mua chứng khoán đó dù thực hiện được một phần hay chưa được thực hiện cũng sẽ tự động bị huỷ bỏ, và những lệnh mua tiếp tục nhập vào hệ thống giao dịch sẽ không được chấp nhận.

Với quy mô thị trường ngày càng lớn và phức tạp thì việc giám sát như vậy không hiệu quả và gặp nhiều khó khăn. Ngoài ra, đối với các lệnh hủy - sửa lỗi sau giờ giao dịch, do các lệnh này không được chỉnh sửa trực tiếp trên hệ thống giao dịch nên cũng ảnh hưởng đến tính chính xác trong việc cung cấp số liệu tính toán phân tích cho hệ thống giám sát.

#### **b. Kết nối dữ liệu với hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ**

Hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ là một trong những nguồn cung cấp dữ liệu quan trọng phục vụ cho hệ thống giám sát tại SGDCK TPHCM. Các dữ liệu hiện hệ thống giám sát nhận từ Hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ gồm:

- Danh sách cổ đông của tổ chức niêm yết: danh sách cá nhân và tổ chức sở hữu chứng khoán của tổ chức niêm yết, bao gồm cả đã lưu ký và danh sách chưa lưu ký. Danh sách cổ đông được cung cấp một lần khi có tổ chức niêm yết tại SGDCK TPHCM.

- Danh sách người sở hữu chứng khoán của tổ chức niêm yết: danh sách cá nhân và tổ chức sở hữu chứng khoán được chốt vào mỗi đợt thực hiện quyền cho cổ đông sở hữu chứng khoán có lưu ký chứng khoán tại SGDCK TP HCM.

- Danh sách nhà đầu tư nước ngoài lưu ký chứng khoán tại SGDCK TP HCM.

Dựa vào các dữ liệu trên, hệ thống giám sát theo dõi được tình hình sở hữu chứng khoán của nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư lớn. Qua đó, theo dõi hoạt động giao dịch của các đối tượng này và các đối tượng có giao dịch khả nghi khác nhằm xem xét, kiểm tra có hiện tượng thâm tóm hay vi phạm quy định giao dịch của cổ đông lớn mà không thực hiện báo cáo hay không. Tình hình sở hữu chứng khoán và giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cũng được theo dõi thông qua sự trợ giúp của hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ chứng khoán.

Tuy nhiên, do các dữ liệu cung cấp từ hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ chứng khoán chưa được chuẩn hóa và phần mềm giám sát hiện chưa được hoàn chỉnh nên việc cập nhật dữ liệu vào hệ thống giám sát còn gặp nhiều bất cập, sai sót. Hệ thống giám sát và hệ thống lưu ký chưa được kết nối để cung cấp dữ liệu liên tục. Vì vậy, hầu như các khâu từ nhận dữ liệu, nhập dữ liệu và kiểm tra đều thực hiện thủ công, chủ yếu dựa vào phần mềm tính toán thông thường như Excel nên không thể theo dõi kịp thời và tốn nhiều thời gian.

### **c. Kết nối dữ liệu với hệ thống công bố thông tin**

Hệ thống công bố thông tin là một trong những hệ thống chức năng quan trọng, có quan hệ mật thiết với hệ thống giám sát và cung cấp nguồn thông tin, dữ liệu phục vụ cho công tác giám sát [37]. Đối với công tác giám sát giao dịch, các thông tin công bố là cơ sở để phân tích các hành vi giao dịch trên thị trường nhằm phát hiện các hành vi giao dịch không công bằng hoặc gây ảnh hưởng xấu đến thị trường như giao dịch nội gián, tung tin đồn thất thiệt, lũng đoạn thị trường. Đối với công tác giám sát hoạt động của thành viên và tổ chức niêm yết, hệ thống công bố thông tin cung cấp thông tin hỗ trợ cho việc giám sát tuân thủ. Ngược lại, hệ thống giám sát sử dụng hệ thống công bố thông tin như một phương tiện để công bố ra thị

trường các thông tin về kết quả theo dõi, giám sát và xử lý vi phạm trên thị trường. Hệ thống công bố thông tin cũng là công cụ để hệ thống giám sát đưa ra các hình thức ngăn ngừa như: cảnh báo, lên dấu hiệu tạm ngừng giao dịch, chứng khoán bị kiểm soát.

Hiện nay, phần lớn hoạt động công bố thông tin cũng như hoạt động giám sát thị trường tại SGDCK TPHCM đang được thực hiện dựa vào các biện pháp thủ công và rời rạc, chưa xây dựng một hệ thống cơ sở dữ liệu hợp nhất có khả năng tích hợp và chiết xuất cao để liên thông các hệ thống chức năng lại với nhau, trong đó có hệ thống giám sát và công bố thông tin.

*Tóm lại*, ở nội dung thứ nhất, hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán còn nhiều vấn đề chưa thực hiện được. Những vi phạm về giao dịch thao túng, giao dịch nội gián phát hiện được trong thời gian qua chủ yếu do khiếu nại từ phía thị trường. Giám sát giao dịch nội gián và thao túng thực hiện một cách thủ công, tức là theo dõi từng tài khoản xem tần suất nhập lệnh với giá và khối lượng bất thường như thế nào, nên rất khó có cơ sở phát hiện và kết luận về loại vi phạm này. Hầu hết các vi phạm được phát hiện và xử lý trong thời gian qua thuộc về các vi phạm tuân thủ quy trình, vi phạm về chậm trễ công bố thông tin. Năm 2005, TTGDCK TPHCM phát hiện 8 trường hợp giao dịch nội bộ không công bố thông tin, 38 trường hợp vừa mua, vừa bán một mã chứng khoán. Năm 2006, trong 6 tháng đầu năm, có 12 trường hợp giao dịch nội bộ không công bố thông tin, 43 trường hợp vừa mua, vừa bán một mã chứng khoán. Con số này quá khiêm tốn so với sự bùng nổ của thị trường như đã phân tích ở phần 2.1, chứng tỏ khả năng phát hiện vi phạm là rất hạn chế.

Bên cạnh đó, với phương thức và các điều kiện giám sát như hiện nay, thời gian để phân tích, kiểm tra và kết luận về vi phạm kéo dài, không hiệu quả.

Có thể thấy rõ điều này qua trường hợp một số người trong hội đồng quản trị và những người có liên quan khác đã sử dụng thông tin nội bộ về việc hoàn trả phần thặng dư vốn phát hành thêm khi cổ phần hóa của Công ty Cổ phần Xuất Nhập khẩu Lâm Thủy sản Bến Tre thực hiện đặt mua cổ phiếu FBT với khối lượng lớn trước khi thông tin này được công bố ra công chúng, vi phạm quy định tại Khoản 3 Điều

9 Luật Chứng khoán (Xem phụ lục 25). Vi phạm diễn ra vào tháng 8, 9/2008, sau khi kết thúc các thủ tục giám sát tại SGDCK TPHCM, UBCKNN (Ban Giám sát) đã kiểm tra và gửi biên bản sang Thanh tra UBCKNN vào tháng 11/2008, cho đến tháng 3/2009 mới có quyết định xử phạt. Như vậy, thời gian kéo dài 4 tháng, nếu tính từ khi diễn ra vi phạm thì thời gian kéo dài hơn 6 tháng.

*Trong nội dung giám sát thứ nhất này, việc theo dõi, phân tích còn thực hiện thủ công, chưa tích hợp được dữ liệu của cả 3 hệ thống, chưa có phần mềm giám sát, vì vậy, hiệu quả đạt được của giám sát giao dịch chứng khoán ở nội dung này rất thấp.*

Thực trạng giám sát của SGDCK TPHCM theo nội dung thứ hai và thứ ba, thực chất là giám sát các thành viên tham gia giao dịch chứng khoán, giới hạn trong quan hệ giao dịch chứng khoán.

#### **2.2.4.3. Giám sát các thành viên tham gia giao dịch chứng khoán**

Các hoạt động khác của các thành viên tham gia giao dịch chứng khoán như quản trị, đầu tư, chiến lược kinh doanh...không thuộc phạm vi giám sát giao dịch. Các thành viên tham gia giao dịch chứng khoán phải chấp hành các quy định liên quan đến giao dịch như sau:

- Công bố thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán được niêm yết, đăng ký giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán của các tổ chức niêm yết chứng khoán, tổ chức đăng ký giao dịch chứng khoán, CTCK, CTQLQĐTCK, QĐT chứng khoán đại chúng, CTĐTCK và nhà đầu tư.

- Tuân thủ chế độ báo cáo, các quy định về niêm yết chứng khoán, đăng ký giao dịch chứng khoán đối với tổ chức niêm yết chứng khoán, tổ chức đăng ký giao dịch chứng khoán.

Như đã trình bày ở các phần trên, Quy chế 127 mới ban hành và đang trong giai đoạn đầu triển khai. Hiện nay, SGDCK TPHCM đang cụ thể hóa Quy chế 127 thông qua nghiên cứu xây dựng để ban hành quy trình giám sát, hệ thống chỉ tiêu giám sát và cơ sở dữ liệu giám sát.

Trong giai đoạn trước đó (2000-2008), SGDCK TPHCM giám sát các thành

viên giao dịch chứng khoán với các nội dung, phương thức như sau:

**a. Giám sát công ty chứng khoán thành viên**

Nội dung giám sát CTCK thành viên của SGDCK TPHCM bao gồm:

- Giám sát việc chấp hành quy chế thành viên và những người đại diện giao dịch chứng khoán tại SGDCK TPHCM.

- Báo cáo UBCKNN các dấu hiệu vi phạm của các thành viên, các đại diện giao dịch tại SGDCK TPHCM.

- Yêu cầu thành viên và các đại diện giao dịch chứng khoán tại SGDCK TPHCM tuân thủ theo quy chế thành viên hoặc phối hợp với UBCKNN trong việc cưỡng chế thành viên và đại diện giao dịch thực thi theo đúng chế độ qui định.

Việc giám sát hoạt động của các CTCK hiện nay được thực hiện chủ yếu bằng phương pháp gián tiếp, thông qua hệ thống giao dịch và các báo cáo mà các CTCK nộp cho SGDCK TPHCM theo quy định. Các báo cáo của CTCK về nhà đầu tư được gửi định kỳ hàng tháng đến SGDCK TPHCM bao gồm báo cáo tình hình đóng mở tài khoản nhà đầu tư trong tháng, báo cáo giao dịch thỏa thuận, danh sách nhân viên có giấy phép hành nghề của CTCK, báo cáo giao dịch ủy quyền của nhà đầu tư. Các báo cáo liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán của CTCK bao gồm tình hình thực hiện môi giới, tự doanh (không bao gồm báo cáo về quản trị, tài chính). Ngoài ra, khi có yêu cầu thông tin về một số trường hợp đặc biệt, SGDCK TPHCM có thể yêu cầu các CTCK cung cấp tức thời. Các thông tin trên đã phần nào hỗ trợ cho công tác giám sát tại SGDCK TPHCM trong thời gian qua. Tuy nhiên, trên thực tế, một số CTCK do đặt trụ sở tại nhiều nơi nên các thông tin báo cáo thường chậm trễ. Thêm vào đó, nguồn dữ liệu từ CTCK chưa được chuẩn hóa và chưa được thống nhất nên đã gặp nhiều khó khăn trong việc kết nối thông tin với dữ liệu giao dịch tại SGDCK.

Phương pháp giám sát gián tiếp đáp ứng được những yêu cầu cơ bản về công tác thống kê và theo dõi, như theo dõi được hoạt động tự doanh của CTCK, tỷ lệ sở hữu chứng khoán của thành viên và các quy định khác liên quan đến giao dịch chứng khoán theo quy định của pháp luật. Tuy nhiên, phương pháp giám sát gián



tiếp cũng bộc lộ những hạn chế nhất định nhất là trong việc giám sát các CTCK thực hiện nghĩa vụ đối với khách hàng của mình, ví dụ như trong trường hợp CTCK không ưu tiên đặt lệnh của khách hàng trước lệnh của công ty, hoặc khi CTCK ưu tiên cho những khách hàng quen biết, khách hàng “VIP” thực hiện đặt lệnh trước những khách hàng khác, CTCK không kiểm tra tỷ lệ ký quỹ của khách hàng khi đặt lệnh giao dịch, hay sử dụng tiền gửi trên tài khoản của khách hàng không theo đúng hợp đồng với khách hàng, cung cấp thông tin cho khách hàng không đầy đủ, kịp thời, chính xác. Có thể thấy điều này qua trường hợp vi phạm của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (VCBS). Theo *Thời báo Kinh tế Việt Nam* (ngày 07/02/2007), qua kiểm tra, UBCKNN cho biết có nhiều sai phạm tại Công ty Chứng khoán Ngân hàng Ngoại thương (VCBS) [51]. Công văn số 64/UBCK-TT của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước công bố chiều 7/2/2007 cho biết, sau khi tiến hành kiểm tra tại VCBS, Đoàn kiểm tra đã phát hiện nhiều sai phạm đáng chú ý tại công ty này. Cụ thể, VCBS đã có ít nhất 6 “thiếu sót, vi phạm” trong hoạt động, gây ảnh hưởng tới môi trường và sự công bằng trong đầu tư của khách hàng.

Thứ nhất, các quy định về quy trình nhập lệnh tại VCBS chưa thật chi tiết, thiếu chặt chẽ và còn nhiều sơ hở, nhất là số nhà đầu tư nước ngoài không mở tài khoản lưu ký tại VCBS “không phải tuân theo quy trình đặt lệnh theo quy định”, mà được ưu tiên chuyển thẳng vào hệ thống giao dịch của trung tâm giao dịch chứng khoán. Sự ưu tiên này đã phá vỡ quy tắc thị trường về tính trật tự, công bằng, công khai nhưng chưa được bổ sung, sửa đổi kịp thời.

Thứ hai, nhân viên môi giới của VCBS không thực hiện việc ghi thứ tự, thời gian đặt lệnh vào phiếu lệnh và mở sổ lệnh để theo dõi thứ tự, thời gian đặt lệnh theo quy định, tạo nên sự tùy tiện trong việc sắp xếp lệnh nhập vào hệ thống giao dịch của trung tâm giao dịch chứng khoán, gây phản ứng cho khách hàng.

Thứ ba, VCBS chưa nghiêm chỉnh chấp hành quy trình, thứ tự nhập lệnh vào hệ thống theo quy định. Việc “ưu tiên” đặt lệnh trực tiếp vào hệ thống giao dịch của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM cho một số nhà đầu tư, kể cả tổ chức và cá nhân, là vi phạm nguyên tắc trật tự của thị trường, nên khách hàng khiếu kiện,

phản ánh trên phương tiện thông tin đại chúng.

Thứ tư, VCBS đã vi phạm quy định về trật tự ưu tiên lệnh khách hàng trước lệnh tự doanh theo quy định.

Thứ năm, việc VCBS “chuyển thẳng lệnh vào đại diện sàn tại trung tâm giao dịch chứng khoán” không theo quy trình nhập lệnh bỏ qua quy trình kiểm soát lệnh và nhập lệnh là vi phạm quy định về kiểm tra, đối chiếu tài khoản tiền, tài khoản chứng khoán của khách hàng trước khi nhập lệnh.

Thứ sáu, phần lớn số nhân viên kinh doanh chứng khoán của VCBS (13/22) chưa được cấp chứng chỉ hành nghề.

*Theo Điều tư Chứng khoán (14/10/2007)*, qua việc nhân viên các CTCK liên tục phạm lỗi, có thể thấy thị trường phát triển quá nhanh, nhân lực CTCK thiếu, dẫn tới việc nhân viên chưa được đào tạo đầy đủ về chuyên môn, vấn đề đạo đức nghề nghiệp cũng chưa được chú trọng. Nhiều khi họ vi phạm do thiếu nhận thức, chứ không phải không biết quy định. UBCKNN sẽ rút giấy phép hành nghề của nhân viên đó nếu như thấy các lỗi nghiêm trọng và tái phạm nhiều lần.

Ngoài các CTCK thành viên của SGDCK, đối tượng giám sát khác là tổ chức niêm yết hay CTNY trên SGDCK.

#### **b. Giám sát tổ chức niêm yết**

Nội dung giám sát hoạt động của tổ chức niêm yết tại SGDCK TPHCM bao gồm:

- Giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết tại SGDCK TPHCM theo qui định, bao gồm giám sát việc thay đổi niêm yết, hủy bỏ niêm yết và niêm yết lại.
- Giám sát việc thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin của các tổ chức niêm yết.
- Giám sát giao dịch của các cổ đông nội bộ, giao dịch cổ phiếu quỹ; thầu tóm tổ chức niêm yết; giao dịch chào mua công khai.

*Đối với công tác giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết*, trong thời gian qua vấn đề quản lý sau niêm yết tại SGDCK TPHCM chủ yếu dựa vào thông tin công bố từ các công ty niêm yết. Việc theo dõi tình hình tài chính và sản xuất kinh doanh tại các tổ chức niêm yết hoàn toàn dựa trên các báo cáo tài chính định kỳ hàng quý và hàng năm, kết hợp với những thông tin bất thường hoặc theo yêu cầu được thu

thập từ nhiều nguồn mà không thực hiện kiểm tra tại chỗ. Vấn đề lập báo cáo tài chính của CTNY cũng chưa có một quy định thống nhất đã làm khó khăn cho công tác giám sát. Cho đến nay chưa có những quy định chặt chẽ và cụ thể về báo cáo tài chính của các CTNY trên thị trường chứng khoán. Mặc dù Thông tư 38/2007/TT-BTC ngày 18/4/2007 (Thay thế Thông tư 57/2004/TT-BTC) có quy định rõ vấn đề công bố thông tin nhưng việc trình bày nội dung trong báo cáo thì chưa có những quy định rõ ràng đối với từng trường hợp (ngay cả trong Luật kế toán cũng chưa đề cập đến). Đa số các báo cáo được trình bày chung chung, nhất là phần Thuyết minh tài chính, các tổ chức niêm yết chỉ đưa ra những thông tin chung, còn những thông tin về sự thay đổi các khoản mục kế toán lại bỏ lửng, không trình bày rõ lý do tăng, giảm, không nhất quán về cách thức trích lập các khoản dự phòng rủi ro, dẫn đến báo cáo các Quý thì lãi nhưng báo cáo năm thì lỗ. Điều này đã kéo dài trong nhiều năm và gây bức xúc trong dư luận, hiện vẫn chưa được tháo gỡ.

*Theo VnExpress ( Chủ nhật, 26/4/2009), tính đến ngày 20/4/2009, trong số 357 doanh nghiệp niêm yết trên cả hai sàn, có ít nhất 194 công ty có sự chênh lệch kết quả kinh doanh trước và sau kiểm toán, trong đó không ít công ty có chênh lệch kết quả kinh doanh rất lớn (trên 10%). Điều này cho thấy tình trạng báo động về chất lượng báo cáo tài chính chưa kiểm toán. Việc chênh lệch một vài trăm triệu đồng, thậm chí là vài tỷ đồng... giữa doanh thu, lợi nhuận trước và sau kiểm toán là bình thường, vì có thể có những sai sót nhỏ trong cách tính toán, phân loại một số khoản thu, chi của doanh nghiệp và công ty kiểm toán. Nhưng thật khó hiểu với những khoản chênh lệch rất lớn, thậm chí thay đổi hoàn toàn cán cân lỗ - lãi tại một số nơi. Ấn tượng nhất vừa qua là chênh lệch kết quả kinh doanh trước và sau kiểm toán của 2 doanh nghiệp là KDC và NKD. Với chênh lệch 202,978 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trước và sau kiểm toán, từ lãi 142,376 tỷ đồng về lỗ 60,602 tỷ đồng, KDC đang là doanh nghiệp xếp số một về khoảng cách chênh lệch lợi nhuận. Một người anh em của KDC là NKD cũng có mức chênh lệch lợi nhuận sau thuế trước và sau kiểm toán hơn 38 tỷ đồng, từ mức lãi hơn 39 tỷ đồng còn chưa đầy 1 tỷ đồng. Một doanh nghiệp rất lớn và uy tín như Sacombank cũng để mức chênh lệch lợi*

nhuận trước thuế trước và sau kiểm toán lên tới 133 tỷ đồng. Hai doanh nghiệp ngành xây dựng là Công ty Phát triển đô thị Từ Liêm (NTL) và Công ty Đầu tư Phát triển đô thị và khu công nghiệp Sông Đà (SJS) cũng có chênh lệch kết quả kinh doanh trước và sau khá lớn. Với NTL, doanh thu trước và sau kiểm toán giảm 64,195 tỷ đồng, từ mức 435,502 tỷ đồng về 371,307 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế thu nhập DN cũng giảm từ 98,729 tỷ đồng về 61,812 tỷ đồng. Trường hợp của SJS, lợi nhuận năm 2008 của Công ty trong báo cáo tài chính giảm từ 175,122 tỷ đồng trước kiểm toán về 118,884 tỷ đồng sau kiểm toán. Trong các doanh nghiệp có chênh lệch kết quả kinh doanh trước và sau kiểm toán lớn, một số công ty không chỉ chênh lệch về số tuyệt đối lớn mà còn nắm giữ tỷ lệ chênh lệch ở mức “choáng váng”. Trường hợp của Công ty Nam Vang (NVC), có chênh lệch lợi nhuận trước và sau kiểm toán lên đến... 8.500%, từ lãi 0,529 tỷ đồng về lỗ 44,423 tỷ đồng. Hay trường hợp của Công ty Thủy sản Minh Phú (MPC), chênh lệch lợi nhuận trước và sau kiểm toán là 1.043,94%, từ lãi 4,036 tỷ đồng về lỗ 38,097 tỷ đồng. Như vậy, ***có tới 47 doanh nghiệp có chênh lệch kết quả kinh doanh trước và sau kiểm toán lên tới trên 50%***. Nhiều công ty vốn đã lỗ, sau kiểm toán còn bị lỗ nặng hơn rất nhiều, như FPC từ lỗ 44,4 tỷ đồng về lỗ 83,2 tỷ đồng; TPC từ lỗ 51 tỷ đồng về lỗ 61,6 tỷ đồng. Xem xét toàn bộ giải trình của những doanh nghiệp niêm yết đã có công văn được HOSE và HASTC công bố về chênh lệch kết quả kinh doanh trước và sau kiểm toán, nguyên nhân được ghi nhận khá đa dạng. Như trường hợp của Sacombank, ngân hàng này giải thích, khoản chênh lệch 133 tỷ đồng chủ yếu do cách tính trích lập khác nhau giữa ngân hàng và công ty kiểm toán đối với các loại cổ phiếu chưa niêm yết. Với trường hợp của KDC và NKD, nguyên nhân lại do trong báo cáo tài chính chưa kiểm toán, doanh nghiệp chưa thực hiện trích lập dự phòng giảm giá đầu tư tài chính dài hạn. Với trường hợp của NTL, nguyên nhân được công ty này giải trình là do chênh lệch doanh thu, chi phí, lợi nhuận của các khoản mục khác nhau, đặc biệt liên quan đến dự án Trạm Trôi. Tuy nhiên, bản chất tạo nên sự khác biệt là như thế nào thì chưa được giải thích. Một số trường hợp khác, việc chênh lệch lợi nhuận trước và sau kiểm toán do một số nguyên nhân như: cách tính các khoản phải

thu/chi nội bộ, hạch toán chênh lệch tỷ giá. Hai lý do phổ biến dẫn đến chênh lệch lợi nhuận trước và sau kiểm toán là cách ghi nhận doanh thu/chi phí đối với các doanh nghiệp ngành bất động sản và cách trích lập dự phòng đầu tư tài chính, đặc biệt là với các khoản đầu tư dài hạn cho những công ty có đầu tư tài chính. Thời hạn để một doanh nghiệp niêm yết công bố báo cáo tài chính quý IV là 25 ngày kể từ ngày kết thúc quý và thời hạn để công bố báo cáo năm đã kiểm toán là 100 ngày kể từ ngày kết thúc năm tài chính. Như vậy, trong khoảng thời gian 75 ngày giữa 2 kỳ báo cáo, không ít nhà đầu tư ra quyết định sai lầm theo những thông tin mà doanh nghiệp công bố.

Các tiêu chí khác về duy trì tiêu chuẩn niêm yết như đảm bảo mức vốn điều lệ, số lượng cổ đông công chúng và tỷ lệ nắm giữ vốn điều lệ được theo dõi và cập nhật khi thực hiện quyền của cổ đông như trả cổ tức, họp đại hội cổ đông, phát hành bổ sung, chưa thể theo dõi và cập nhật tức thời.

*Đối với công tác giám sát việc thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin của tổ chức niêm yết*, do thời gian đầu các tổ chức niêm yết chưa nhận thức được tầm quan trọng của việc công khai thông tin cũng như chưa nắm vững các quy định về công bố thông tin nên gặp nhiều lúng túng và thường xuyên sai phạm. Theo quy định hiện hành, các tổ chức niêm yết phải công bố thông tin định kỳ, bất thường và theo yêu cầu. Tuy nhiên, còn một số tổ chức niêm yết thường chỉ công bố thông tin định kỳ (báo cáo tài chính quý, năm,...) và theo yêu cầu, còn những thông tin bất thường thì hầu như rất ít công bố qua SGDCK TPHCM. Các trường hợp vi phạm công bố thông tin điển hình là tổ chức niêm yết chậm công bố thông tin định kỳ, tiết lộ các thông tin nhạy cảm qua báo chí khi chưa báo cáo cho cơ quan quản lý, như kế hoạch tăng vốn điều lệ, phát hành cổ phiếu thưởng, hoặc mở rộng dây chuyền sản xuất kinh doanh. Thông thường, những thông tin này rò rỉ từ Hội đồng quản trị, chưa được Đại hội đồng cổ đông thông qua. Bên cạnh đó là vi phạm như công bố những ý kiến chủ quan của ban lãnh đạo Công ty khi dự đoán về giá cổ phiếu của chính Công ty làm ảnh hưởng tới giá giao dịch cổ phiếu. Phương tiện công bố thông tin còn hạn chế chủ yếu bằng đường văn bản giữa SGD và các tổ chức niêm yết nên

thường chậm, không đáp ứng được yêu cầu tức thời. Sự phối hợp trong kênh công bố thông tin giữa các tổ chức niêm yết, UBCKNN và SGDCK TPHCM chưa chặt chẽ và còn nhiều vướng mắc.

*Đối với công tác giám sát thực hiện các giao dịch có ảnh hưởng đến lợi ích của CTNY hoặc lợi ích của người nội bộ và những người có liên quan, chủ yếu là giám sát giao dịch của các thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Ban kiểm soát, Kế toán trưởng và những người có liên quan của tổ chức niêm yết nhằm đảm bảo nghĩa vụ công bố thông tin khi thực hiện giao dịch theo đúng quy định. Đồng thời cũng theo dõi các trường hợp giao dịch của các cổ đông lớn, giao dịch thầu tóm bất hợp pháp khi không thực hiện chế độ công khai, công bố thông tin. Do cơ sở dữ liệu về của các thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Ban kiểm soát, Kế toán trưởng và những người có liên quan của tổ chức niêm yết được tổ chức còn yếu kém, các phần mềm phục vụ cho việc theo dõi tự động chưa được thiết lập nên công tác giám sát giao dịch có ảnh hưởng đến lợi ích của CTNY hoặc lợi ích của người nội bộ và những người có liên quan không được kịp thời. Với cách giám sát thủ công hiện nay, hiệu quả giám sát rất thấp, tốn nhiều thời gian, nhân lực.*

Tóm lại, công tác giám sát các tổ chức niêm yết còn mang nặng tính thủ công vì hiện vẫn thiếu các điều kiện giám sát như phần mềm, dữ liệu, các chỉ tiêu giám sát tổ chức niêm yết, chưa xây dựng được hệ thống quản lý niêm yết một cách đồng bộ.

### **c. Giám sát quỹ đầu tư và các đối tượng khác**

QĐT ở Việt Nam có 2 loại hình là QĐT dạng hợp đồng được quản lý bởi công ty quản lý quỹ và QĐT dạng công ty, dưới hình thức là pháp nhân, hay còn gọi là Công ty đầu tư chứng khoán [34]. Đây là những chủ thể, cung cấp công cụ đầu tư trên thị trường (thông qua việc phát hành và niêm yết chứng chỉ QĐT) và thực hiện giao dịch chứng chỉ quỹ thay người đầu tư (người mua chứng chỉ). Do vậy, pháp luật cũng có những quy định về nghĩa vụ công bố thông tin (định kỳ, bất thường và theo yêu cầu) và các quy định cấm hoặc hạn chế những hành vi xung đột lợi ích nhằm bảo vệ quyền lợi cho các nhà đầu tư.

Ngoài các đối tượng vừa nêu trên, hoạt động giám sát của SGDCK TPHCM

còn mở rộng ra các đối tượng khác của thị trường như các nhà đầu tư tổ chức, cá nhân trong và ngoài nước thực hiện mua bán chứng khoán hoặc có ý định mua bán chứng khoán và các đối tượng khác. Với các đối tượng này, nội dung giám sát chủ yếu là giám sát tuân thủ nghĩa vụ công bố thông tin liên quan đến việc cung cấp dịch vụ cho giao dịch chứng khoán và thông tin về giao dịch mua bán chứng khoán.

*Tóm lại, hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán của SGDCK chủ yếu tập trung vào hoạt động giám sát tuân thủ quy định của pháp luật về giao dịch chứng khoán và công bố thông tin của các thành viên tham gia thị trường. Các hành vi giao dịch nội gián, thao túng chưa được giám sát một cách bài bản, hệ thống, chủ yếu phát hiện và xử lý do có khiếu nại từ phía thị trường.*

#### **2.2.4.4. Chỉ tiêu giám sát giao dịch của Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh**

Chỉ tiêu giám sát là hệ thống các quy định nhằm lượng hóa các dấu hiệu, qua đó, có thể nhận biết sự bất thường trong hoạt động giao dịch chứng khoán. Như đã phân tích ở các nội dung trước, hoạt động giám sát giao dịch của SGDCK TPHCM chủ yếu tập trung vào giám sát tuân thủ quy định về giao dịch và công bố thông tin, chưa chú trọng giám sát các giao dịch nội gián, thao túng. Điều này cho thấy các chỉ tiêu giám sát giao dịch nội gián, thao túng chưa được ứng dụng vào thực tiễn hoạt động giám sát.

Căn cứ vào các hành vi bị cấm (*Điều 9. Luật Chứng khoán, Số 70/2006/QH11 ngày 29/06/2006*), có thể khái quát nội dung của các chỉ tiêu giám sát nhằm ngăn ngừa, phát hiện sớm, cảnh báo và xử lý vi phạm [54]:

- Trực tiếp hoặc gián tiếp thực hiện các hành vi gian lận, lừa đảo, tạo dựng thông tin sai sự thật hoặc bỏ sót thông tin cần thiết gây hiểu nhầm nghiêm trọng làm ảnh hưởng đến hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, dịch vụ về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

- Công bố thông tin sai lệch nhằm lôi kéo, xúi giục mua, bán chứng khoán hoặc công bố thông tin không kịp thời, đầy đủ về các sự việc xảy ra có ảnh hưởng lớn đến giá chứng khoán trên thị trường.

- Sử dụng thông tin nội bộ để mua, bán chứng khoán cho chính mình hoặc cho người khác; tiết lộ, cung cấp thông tin nội bộ hoặc tư vấn cho người khác mua, bán chứng khoán trên cơ sở thông tin nội bộ.

- Thông đồng để thực hiện việc mua, bán chứng khoán nhằm tạo ra cung, cầu giả tạo; giao dịch chứng khoán bằng hình thức cầu kết, lôi kéo người khác liên tục mua, bán để thao túng giá chứng khoán; kết hợp hoặc sử dụng các phương pháp giao dịch khác để thao túng giá chứng khoán

Trên thực tế, SGDCK TPHCM đã xây dựng được hệ thống gồm 41 chỉ tiêu giám sát nhưng hầu hết các chỉ tiêu này không ứng dụng được [22], hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM được thực hiện một cách thủ công.

***a. Giám sát tuân thủ quy trình giao dịch và công bố thông tin liên quan đến giao dịch***

Các chỉ tiêu xây dựng dựa trên Thông tư 38/2007/TT-BTC ngày 18/4/2007 về công bố thông tin trên TTCK, Quy chế giao dịch chứng khoán, Quy chế công bố thông tin của SGDCK TPHCM.

**\* Giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư**

*(Điều 22, Quy chế giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh)*

- Nhà đầu tư chỉ được phép có một tài khoản giao dịch chứng khoán và chỉ được mở tại một công ty chứng khoán. Tài khoản của nhà đầu tư phải tuân thủ quy định về cấp mã tài khoản cho nhà đầu tư do SGDCK TPHCM ban hành.

- Nhà đầu tư không được phép đồng thời đặt lệnh mua và bán đối với một loại cổ phiếu, chứng chỉ QĐT trong cùng một ngày giao dịch.

- Khi đặt lệnh bán chứng khoán hoặc quảng cáo bán chứng khoán ( khi đặt lệnh mua chứng khoán hoặc quảng cáo mua chứng khoán), số dư chứng khoán (số dư tiền) trên tài khoản của khách hàng mở tại thành viên phải đáp ứng các điều kiện về tỷ lệ ký quỹ chứng khoán (tiền).

**\* Giao dịch chứng khoán của cổ đông sáng lập trong thời gian hạn chế chuyển nhượng** *(Điều 23 Quy chế giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh)*



- Giao dịch cổ phiếu của các cổ đông sáng lập được thực hiện theo phương thức thoả thuận trực tiếp tại TTLKCK, nhưng phải báo cáo và công bố thông tin trên hệ thống của SGDCK TPHCM ít nhất 01 ngày trước ngày thực hiện giao dịch. Trong vòng 03 ngày sau khi hoàn tất giao dịch, cổ đông sáng lập phải báo cáo tỷ lệ sở hữu hiện tại của mình với SGDCK TPHCM.

- Giá giao dịch nằm trong biên độ giao động giá của ngày giao dịch.

**\* Quy định về báo cáo giao dịch cổ phiếu của cổ đông nội bộ** (*Mục IV, Điều 4 Thông tư 38/2007/TT-BTC ngày 18/04/2007 của Bộ Tài Chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*)

- Thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng giám đốc, Kế toán trưởng của tổ chức niêm yết và người có liên quan khi có ý định giao dịch cổ phiếu của tổ chức niêm yết, kể cả trường hợp chuyển nhượng không thông qua hệ thống giao dịch tại SGDCK, TTGDCK (cho, tặng, thừa kế...) phải báo cáo cho UBCKNN, SGDCK, TTGDCK trước ngày thực hiện giao dịch tối thiểu là một (01) ngày làm việc. Trong thời hạn ba (03) ngày làm việc, kể từ ngày hoàn tất giao dịch người thực hiện giao dịch phải báo cáo cho UBCKNN, SGDCK, TTGDCK và tổ chức niêm yết về kết quả giao dịch, tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu sau khi giao dịch và mức độ thay đổi tỷ lệ nắm giữ.

- Trường hợp Thành viên Hội đồng quản trị, Ban Kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng giám đốc, Kế toán trưởng của tổ chức niêm yết và người có liên quan không thực hiện được giao dịch phải báo cáo lý do với UBCKNN, SGDCK, TTGDCK trong vòng ba (03) ngày kể từ ngày kết thúc thời hạn dự kiến giao dịch.

**\* Quy định về báo cáo giao dịch cổ phiếu quỹ** (*Khoản 7.1, Điều 7, Mục II Quy chế Công bố thông tin của TTGDCK Tp.HCM và Điều 24 Quy chế giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh*)

- Tổ chức niêm yết muốn mua lại cổ phiếu của chính mình làm cổ phiếu quỹ hoặc bán cổ phiếu quỹ phải đăng ký với SGDCK theo mẫu. Trong vòng 03 ngày làm việc kể từ ngày nhận được hồ sơ, SGDCK TPHCM sẽ chấp thuận hoặc không chấp

thuận cho tổ chức niêm yết tiến hành giao dịch. Trường hợp không chấp thuận, SGDCK TPHCM sẽ có văn bản giải thích rõ lý do. Tổ chức niêm yết phải thực hiện công bố thông tin về việc giao dịch cổ phiếu quỹ theo nội dung đã được SGDCK TPHCM chấp thuận chậm nhất 07 ngày trước ngày thực hiện giao dịch. Thông tin gồm các nội dung: Mục đích mua lại (hoặc bán cổ phiếu quỹ); số lượng cổ phiếu mua lại (hoặc số lượng cổ phiếu quỹ được bán); nguồn vốn để mua lại; phương thức giao dịch; thời gian thực hiện giao dịch; tên CTCK được chỉ định thực hiện giao dịch.

- Tổ chức niêm yết khi hoàn tất việc mua, bán cổ phiếu của chính mình phải báo cáo kết quả thực hiện cho UBCKNN, SGDCK TPHCM trong vòng 03 ngày kể từ ngày kết thúc thời hạn được giao dịch để SGDCK TPHCM công bố thông tin.

- Trong mỗi ngày giao dịch, tổ chức niêm yết giao dịch cổ phiếu quỹ chỉ được phép đặt lệnh mua lại cổ phiếu hoặc bán cổ phiếu quỹ với khối lượng tối thiểu bằng 3% và khối lượng tối đa bằng 5% khối lượng xin phép trong đơn đăng ký gửi SGDCK TPHCM. Tổ chức niêm yết muốn giao dịch với khối lượng vượt quá 5% khối lượng xin phép trong đơn hoặc thực hiện giao dịch lô lớn theo phương thức giao dịch thoả thuận phải được sự chấp thuận của SGDCK TPHCM và SGDCK TPHCM phải báo cáo UBCKNN ít nhất một ngày trước ngày tổ chức niêm yết thực hiện giao dịch. Trường hợp tổ chức niêm yết mua lại cổ phiếu quỹ, khối lượng mua lại không được vượt quá 10% khối lượng giao dịch của cổ phiếu đó trong ngày giao dịch liền trước ngày dự kiến thực hiện giao dịch cổ phiếu quỹ.

- Giá đặt mua lại cổ phiếu của tổ chức niêm yết trong ngày giao dịch không lớn hơn giá tham chiếu cộng ba đơn vị yết giá. Giá đặt bán cổ phiếu quỹ trong ngày giao dịch không được nhỏ hơn giá tham chiếu trừ ba đơn vị yết giá.

- Trong trường hợp đặc biệt, SGDCK TPHCM sẽ xem xét và quyết định việc giao dịch cổ phiếu quỹ trên cơ sở đề nghị của tổ chức niêm yết.

**\* Quy định về báo cáo giao dịch cổ phiếu của cổ đông lớn** (Khoản 7.3, Điều 7, Mục II Quy chế Công bố thông tin của TTGDCK Tp.HCM)

Tổ chức cá nhân nắm giữ hoặc cùng với người có liên quan nắm giữ từ 5% trở lên vốn cổ phần của một tổ chức niêm yết và mỗi khi có giao dịch làm tăng, giảm từ 1% trở lên mức nắm giữ trên phải báo cáo bằng văn bản cho SGDCK TPHCM để

SGDCK TPHCM công bố thông tin và thông báo cho tổ chức niêm yết trong vòng 07 ngày kể từ ngày giao dịch đạt, vượt quá hoặc giảm dưới mức sở hữu trên.

**\* Quy định về báo cáo giao dịch thấu tóm tổ chức niêm yết** (Khoản 7.4, Điều 7, Mục II, Quy chế Công bố thông tin của TTGDCK Tp.HCM)

- Tổ chức, cá nhân hoặc cùng người có liên quan có ý định nắm giữ tới 25% vốn cổ phần hoặc đang nắm giữ từ 25% vốn cổ phần trở lên của một tổ chức niêm yết, mỗi khi có ý định giao dịch làm thay đổi tỷ lệ nắm giữ của mình phải báo cáo bằng văn bản cho SGDCK TPHCM để SGDCK TPHCM công bố thông tin và thông báo cho tổ chức niêm yết trong vòng 03 ngày làm việc trước ngày thực hiện giao dịch.

- Trong vòng 03 ngày làm việc kể từ khi giao dịch được hoàn tất, người thấu tóm phải báo cáo bằng văn bản cho SGDCK TPHCM để công bố thông tin và thông báo cho tổ chức niêm yết về kết quả giao dịch, tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu hiện tại, thay đổi tỷ lệ nắm giữ.

**\* Quy định về báo cáo giao dịch chào mua công khai** (Khoản 7.5, Điều 7, Mục II, Quy chế Công bố thông tin của TTGDCK Tp.HCM)

Tổ chức, cá nhân hoặc cùng người có liên quan có ý định mua cùng một lúc với khối lượng từ 25% trở lên vốn cổ phần của một tổ chức niêm yết phải báo cáo bằng văn bản cho SGDCK TPHCM để công bố thông tin, thông báo cho tổ chức niêm yết và thực hiện giao dịch thông qua phương thức chào mua công khai.

**\* Quy định về kiểm soát, tạm ngừng, hủy niêm yết đối với các chứng khoán niêm yết** (Điều 26, 27, 28 quy định trong Quy chế giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh)

***Kiểm soát giao dịch đối với chứng khoán niêm yết***

- Khi chứng khoán thuộc diện bị kiểm soát theo quy định tại Quy chế Niêm yết chứng khoán tại SGDCK TPHCM hoặc Quy chế Giám sát giao dịch tại SGDCK TPHCM, SGDCK TPHCM lên ký hiệu kiểm soát “C” đối với loại chứng khoán đó trên hệ thống giao dịch.

- Trường hợp chứng khoán không còn bị kiểm soát theo quy định tại Quy chế

Niêm yết chứng khoán tại SGDCK TPHCM và/ hoặc Quy chế Giám sát giao dịch tại SGDCK TPHCM, SGDCK TPHCM hủy bỏ ký hiệu kiểm soát “C” đối với chứng khoán đó trên hệ thống giao dịch.

Mới đây, UBCKNN đã ban hành công văn số 574/UBCK-PTTT ngày 14/4/2009 và Công văn số 584/UBCK-PTTT ngày 15/4/2009, SGDCK TPHCM ban hành quyết định số 04 /QĐ-SGDHCM ngày 17/4/2009 về việc sửa đổi Quy chế Niêm yết chứng khoán tại Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM. Theo đó, sửa đổi quy định về kiểm soát giao dịch đối với chứng khoán niêm yết thành quy định về cảnh báo và kiểm soát chứng khoán niêm yết. Như vậy, quy định mới này chia ra hai mức, mức thứ nhất là cảnh báo, nếu nặng hơn sẽ chuyển sang mức thứ hai là kiểm soát. Các quy định mới này như sau:

Điều 19a. Chứng khoán bị cảnh báo

Các trường hợp chứng khoán bị cảnh báo:

*Đối với cổ phiếu, trái phiếu:*

+ Không còn đáp ứng điều kiện niêm yết quy định tại Khoản 1 và 2 Điều 8 Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật chứng khoán.

+ Lợi nhuận sau thuế của năm tài chính là số âm;

+ Tổ chức niêm yết ngừng hoặc bị ngừng các hoạt động sản xuất kinh doanh chính;

+ Tổ chức niêm yết tiếp tục vi phạm quy định về công bố thông tin sau khi đã bị xử lý bằng hình thức cảnh cáo trên toàn thị trường theo quy định tại Quy chế công bố thông tin trên Sở Giao dịch;

+ Cổ phiếu không có giao dịch trong vòng 90 ngày;

+ Trong trường hợp Sở Giao dịch xét thấy cần thiết để bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư.

*Đối với chứng chỉ quỹ, cổ phiếu của CTĐTCK*

+ Không còn đáp ứng được các điều kiện quy định tại Khoản 3 Điều 8 Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.

+ Công ty quản lý quỹ, CTĐTCK tiếp tục vi phạm quy định về công bố thông tin sau khi đã bị xử lý bằng hình thức cảnh cáo trên toàn thị trường theo quy định tại Quy chế công bố thông tin trên Sở Giao dịch;

+ Chứng chỉ QĐT chứng khoán, cổ phiếu của CTĐTCK không có giao dịch trong vòng 90 ngày;

+ Trong trường hợp Sở Giao dịch xét thấy cần thiết để bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư.

**Điều 19b. Chứng khoán bị kiểm soát**

Các trường hợp chứng khoán bị kiểm soát

+ Tổ chức niêm yết/ công ty quản lý quỹ không khắc phục được tình trạng dẫn đến chứng khoán bị cảnh báo theo quy định tại khoản 1 Điều 19a;

+ Khi tổ chức niêm yết/ công ty quản lý quỹ vi phạm nghiêm trọng các quy định về chứng khoán và thị trường chứng khoán;

+ Trong trường hợp Sở Giao dịch xét thấy cần thiết để bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư.

***Tạm ngừng giao dịch của chứng khoán niêm yết***

- SGDCK TPHCM có thể quyết định tạm ngừng giao dịch đối với một loại chứng khoán theo quy định tại Quy chế Niêm yết chứng khoán tại SGDCK TPHCM hoặc Quy chế Giám sát giao dịch tại SGDCK TPHCM.

- Trường hợp việc tạm ngừng giao dịch không quá một (01) phiên giao dịch, ký hiệu tạm ngừng giao dịch trên hệ thống giao dịch là “H”.

- Trường hợp việc tạm ngừng giao dịch từ hai (02) phiên giao dịch trở lên, ký hiệu tạm ngừng giao dịch trên hệ thống giao dịch là “SP”.

- Chứng khoán tạm ngừng giao dịch sẽ được SGDCK TPHCM cho phép giao dịch trở lại sau khi đáp ứng quy định tại Quy chế Niêm Yết chứng khoán tại SGDCK TPHCM và/hoặc Quy chế Giám sát giao dịch tại SGDCK TPHCM.

***Hủy niêm yết chứng khoán***

Trường hợp chứng khoán thuộc diện hủy niêm yết tự nguyện hoặc chứng khoán thuộc diện hủy niêm yết bắt buộc theo quy định tại Quy chế niêm yết chứng

khoán tại SGDCK TPHCM, SGDCK TPHCM thực hiện hủy bỏ niêm yết đối với loại chứng khoán đó trên hệ thống giao dịch.

***b. Giám sát công bố thông tin của các thành viên tham gia giao dịch***

Thành viên tham gia giao dịch bao gồm CTNY (thông tin về hoạt động sản xuất kinh doanh), CTCK thành viên, Công ty quản lý quỹ, QĐT và các tổ chức khác, các chỉ tiêu giám sát dựa trên quy định của Luật Chứng khoán, Thông tư hướng dẫn công bố thông tin của Bộ Tài chính (Hiện tại, văn bản có hiệu lực là Thông tư số 38/2007/TT-BTC ngày 18/4/2007) và Quy chế Đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán (Quy chế có hiệu lực hiện tại được ban hành tại Quyết định số 87/2007/QĐ- BTC ngày 22/10/2007 của Bộ trưởng Bộ Tài chính).

***c. Giám sát giao dịch thao túng, giao dịch nội gián***

Như đã trình bày ở trên, đây là các nội dung hầu như chưa được thực hiện tại SGDCK TPHCM nên chưa có chỉ tiêu giám sát chính thức. Trên thực tế, SGDCK TPHCM đã xây dựng được 41 chỉ tiêu giám sát, tuy nhiên, do thuộc loại thông tin mật nên các chỉ tiêu này không được công bố, các chỉ tiêu ứng dụng được còn ở mức rất hạn chế [23]. Một số trường hợp giao dịch thao túng, giao dịch nội gián phát hiện được trong thời gian qua là do có một trong hai dấu hiệu sau:

- Do tần suất nhập lệnh nhiều trên một tài khoản với khối lượng và giá bất thường, có thể trong ngày hoặc trong nhiều ngày. Trong trường hợp này, SGDCK sẽ kiểm tra phiếu lệnh tại công ty và kết luận về vi phạm. Tuy nhiên, nếu các đối tượng vi phạm sử dụng nhiều tài khoản khác nhau, ở những khoảng thời gian khác nhau thì việc phát hiện, kiểm tra sẽ gặp nhiều khó khăn.

- Do có khiếu nại từ phía thị trường.

Trên cơ sở những phân tích thực trạng giám sát giao dịch trên SGDCK TPHCM, trong phần tiếp theo, luận án sẽ đánh giá khái quát những kết quả đạt được, những hạn chế còn tồn tại và nguyên nhân của những hạn chế đó.

## **2.3. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **2.3.1. Kết quả đạt được**

*Thứ nhất*, hoạt động giám sát của chủ thể giám sát đối với các đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN đã được gia tăng so với thời kỳ đầu mới hoạt động. Sự gia tăng trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán của UBCKNN và SGDCK TPHCM được thể hiện cụ thể thông qua:

- Cơ chế giám sát bước đầu được xác lập. Mô hình giám sát, mối quan hệ giữa các bộ phận trong mô hình giám sát được làm rõ hơn tại Quy chế 127, hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật về các vấn đề liên quan đến giám sát giao dịch chứng khoán như công bố thông tin, quy chế giao dịch chứng khoán, quy chế đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán, quy chế niêm yết và thành viên SGDCK được ban hành và liên tục được điều chỉnh cho phù hợp với sự thay đổi của TTCK.

- Nội dung, phương thức giám sát được xác định ngày càng rõ hơn. Đến cuối tháng 12/2008, Quy chế 127 được ban hành đã xác định được nội dung, phương thức giám sát của UBCKNN, SGDCK đối với các giao dịch chứng khoán. Đây là Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán lần đầu tiên được ban hành tại TTCKVN, vì vậy, tuy chưa thực sự hoàn thiện nhưng đã chính thức hóa những nội dung và phương thức thực hiện ở mỗi cấp giám sát giao dịch chứng khoán. Hiện tại, các chỉ tiêu giám sát và các điều kiện để thực hiện giám sát đang được UBCKNN, các SGDCK xây dựng và chuẩn bị tích cực.

- Hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán nhận được sự chỉ đạo sát sao của Chính Phủ, Bộ Tài chính. Bên cạnh đó, sự quyết tâm của UBCKNN và SGDCK TPHCM đã được cụ thể hóa bằng hành động, nhiều biện pháp tăng cường giám sát đã được thực hiện, số vụ việc vi phạm bị phát hiện và xử lý không ngừng tăng lên, đặc biệt trong hai năm 2007, 2008.

*Thứ hai*, khả năng phát hiện sớm và chính xác các giao dịch nghi vấn của chủ thể giám sát được cải thiện. Trong giai đoạn từ 2007 trở về trước, các vi phạm phát hiện được chỉ là các vi phạm tuân thủ quy định về giao dịch và công bố thông

tin liên quan đến giao dịch. Từ năm 2008, một số trường hợp giao dịch nội gián, giao dịch thao túng đã bị phát hiện và xử lý. Như vậy, có thể thấy hiệu quả giám sát giao dịch bước đầu đã được nâng cao hơn. Mặc dù khả năng phát hiện sớm và chính xác các giao dịch nghi vấn còn ở mức độ thấp, chủ yếu vẫn dựa vào báo cáo và kiểm tra, nhưng những chuyển biến tích cực kể trên đã tạo ra tiền lệ tốt cho hoạt động giám sát giao dịch trong thời gian tiếp theo.

*Thứ ba*, mục tiêu giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN đạt được với mức độ nhất định, cụ thể là:

- Mức độ công bằng của thị trường ngày càng cao hơn. *Thị trường công bằng* là nơi mọi chủ thể tham gia quá trình giao dịch phải tuân thủ các quy định của pháp luật, với một điều kiện giao dịch như nhau. Cơ sở để mức độ công bằng của thị trường tăng lên là việc tuân thủ pháp luật của mọi chủ thể tham gia quá trình giao dịch, mức độ công khai về thông tin của thị trường ngày càng tốt hơn. Tại SGDCK TPHCM, do có sự tăng cường hơn về hoạt động giám sát, các vi phạm về tuân thủ quy trình giao dịch tuy tăng vọt về số lượng, nhưng thực tế, đây lại là tín hiệu tốt, chứng tỏ khả năng phát hiện và xử lý vi phạm, nhằm đảm bảo tính công bằng của thị trường đã được nâng lên. Cùng với sự tăng cường hơn trong giám sát, các biện pháp quản lý hoạt động của UBCKNN và của SGDCK TPHCM cũng được tăng cường hơn. Năm 2008 là năm đầu tiên hàng loạt các cổ phiếu niêm yết bị đưa vào diện kiểm soát, cảnh báo và công bố công khai do bị thua lỗ trong kinh doanh. Sự tăng cường các biện pháp quản lý đã làm nền tảng cho hoạt động giám sát giao dịch, góp phần quan trọng vào việc bảo vệ nhà đầu tư, hướng đến mục tiêu nâng cao tính công bằng của thị trường.

- Mức hiệu quả của thị trường tại SGDCK TPHCM ngày càng cao hơn. Về mặt lý thuyết, *Thị trường hiệu quả* là nơi mà người tham gia không thể can thiệp vào sức mạnh cung và cầu của thị trường tự do, vì vậy không thao túng được giá của chứng khoán trên thị trường. Từ khi có sự kiện TTGDCKHN khai trương sàn giao dịch cổ phiếu thứ cấp vào tháng 7/2005 đến 31/12/2008, thị trường bị thao túng nhưng mức độ không mạnh, sự can thiệp để thao túng giá không dễ dàng như trước



đó. Có thể giải thích điều này qua quy mô vốn hóa thị trường tăng lên (năm 2005 là 6,1% GDP, năm 2006 là 22,7% GDP, năm 2007 là 43% GDP, năm 2008 là 14,86% GDP) làm hạn chế khả năng can thiệp giá, nhà đầu tư trên TTCKVN cũng tinh táo và khôn ngoan hơn sau 5 năm tham gia thị trường, các biện pháp quản lý và giám sát thị trường của cơ quan quản lý nhà nước và SGDCK TPHCM ngày càng được tăng cường hơn. Kết hợp các kết luận của kiểm định và phân phân tích thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM, mặc dù thị trường tại SGDCK TPHCM không đạt mức hiệu quả dạng yếu, nhưng tính hiệu quả cũng đã được cải thiện so với thời kỳ đầu hoạt động.

### **2.3.2. Hạn chế và nguyên nhân**

#### **2.3.2.1. Hạn chế**

Tuy đã đạt được những kết quả nhất định, song giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN còn chưa được chú trọng đúng mức, thiếu chặt chẽ, thiếu toàn diện, chưa đạt được mục tiêu phát triển một thị trường chứng khoán công bằng, hiệu quả. Hạn chế trong giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN thể hiện trên những khía cạnh sau:

*Một là*, hoạt động giám sát của UBCKNN và SGDCK đối với các đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM tuy có gia tăng nhưng mức độ gia tăng còn thấp và chưa tương xứng với yêu cầu cấp thiết giám sát giao dịch.

- Trong 8 năm đầu hoạt động của TTCK, thực chất, UBCKNN không có cơ quan chuyên trách thực hiện việc giám sát giao dịch trên TTCK. Hoạt động này hoàn toàn ủy quyền cho SGDCK, nhưng SGDCK thì thiếu cơ chế và điều kiện giám sát, vì vậy, hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán gần như bỏ ngõ trong một thời gian dài. Trong giai đoạn này, Thanh tra UBCKNN thực hiện việc tiếp nhận báo cáo và đơn thư khiếu nại, tổ chức thanh tra, kiểm tra và xử lý vi phạm, chức năng giám sát nằm rải rác trong chức năng quản lý nhà nước của các Ban thuộc UBCKNN. Mặc dù các chủ thể giám sát đã cố gắng thực hiện trách nhiệm của mình nhưng kết quả là hoạt động giám sát giao dịch trên TTCKVN nói chung, trên SGDCK TPHCM nói riêng, được thực hiện một cách rời rạc, không có tính hệ

thống, báo cáo tổng kết TTCK hàng năm hầu như không nhắc đến giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán, báo cáo giám sát thị trường lồng ghép với báo cáo của Thanh tra hầu như không có số liệu giám sát cụ thể, SGDCK TPHCM hàng năm không công bố công khai trên website và các phương tiện thông tin đại chúng về số liệu tổng hợp, phân loại vi phạm và xử lý vi phạm liên quan đến giao dịch chứng khoán.

- Trong năm 2008, Ban Giám sát được thành lập (tháng 3) và Quy chế Giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK được ban hành (31/12/2008) bước đầu xác lập cơ chế giám sát, bao gồm việc xác lập mô hình, mối quan hệ giữa UBCKNN và SGDCK trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên, do hiện tại vẫn đang trong giai đoạn triển khai, những vấn đề cụ thể để thực hiện tốt hơn hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán như phương thức tổ chức thực hiện giám sát, hệ thống các chỉ tiêu giám sát và các điều kiện để thực hiện giám sát như phần mềm, hệ thống cơ sở dữ liệu, đội ngũ nhân lực có khả năng thực hiện công việc giám sát... còn đang trong giai đoạn chuẩn bị, vì vậy, chưa có cơ sở để đánh giá được hiệu quả đối với việc thực hiện các mục tiêu giám sát.

*Hai là*, các giao dịch nghi vấn có dấu hiệu giao dịch nội gián và thao túng thị trường chưa được phát hiện sớm và chính xác.

Trong 9 năm hoạt động của SGDCK TPHCM, cũng là 9 năm TTCKVN chính thức hoạt động, các vi phạm được phát hiện và xử lý hầu hết là vi phạm về tuân thủ quy định của pháp luật trong phát hành chứng khoán ra công chúng của công ty đại chúng, quy trình giao dịch chứng khoán trên SGDCK, công bố thông tin của các công ty niêm yết, CTCK và các đối tượng phải công bố thông tin theo quy định. Ngay cả các vi phạm về tuân thủ quy định cũng chưa được phát hiện kịp thời và chính xác, chẳng hạn hiện tượng các CTCK không ưu tiên lệnh của khách hàng trước lệnh của CTCK hoặc ưu tiên thứ tự nhập lệnh cho các khách hàng “VIP” khá phổ biến nhưng chưa được phát hiện nhanh và xử lý kiên quyết. Đây là vi phạm nghiêm trọng về quy trình giao dịch cũng như đạo đức nghề nghiệp của người hành nghề chứng khoán. Các vi phạm về tuân thủ quy trình giao dịch và vi phạm

về công bố thông tin được phát hiện chủ yếu dựa vào báo cáo của các thành viên thị trường hoặc đơn thư khiếu nại, sự chủ động theo dõi, phát hiện của SGDCK thường giới hạn trong những vi phạm đơn giản được quy định tại quy chế giao dịch tại SGDCK và quy định về công bố thông tin như hủy lệnh giao dịch trong cùng đợt khớp lệnh, cùng mua bán một mã chứng khoán trong một phiên giao dịch, thay đổi tỷ lệ sở hữu.

Trong số các vi phạm bị xử lý được công bố năm 2008, đã phát hiện một vài vi phạm về giao dịch thao túng và giao dịch nội gián. Đây là một tín hiệu đáng mừng về sự nỗ lực của hệ thống giám sát trong việc phát hiện và xử lý vi phạm. Tuy nhiên, những trường hợp bị phát hiện còn rất ít so với thực tế.

Kết quả kiểm định tính hiệu quả của TTCKVN (mục 2.1.2 của luận án) cho thấy, trong toàn bộ thời gian hoạt động của SGDCK TPHCM hoặc chia ra các thời kỳ khác nhau khi các điều kiện của thị trường thay đổi, các kết luận của cả hai phương pháp kiểm định đều cho rằng SGDCK TPHCM không đạt hiệu quả dạng yếu, tác động của hoạt động giám sát tới TTCK nhằm tăng tính hiệu quả của thị trường là rất nhỏ, các nhà đầu tư không được bảo vệ trước những vi phạm không ngừng gia tăng. Phương pháp kiểm định tham số còn cho thấy các giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM có hiện tượng trục lợi từ tính không hiệu quả của thị trường thông qua các giao dịch nội gián, thao túng và các hành vi vi phạm khác.

Như vậy, khả năng phát hiện sớm và chính xác các giao dịch nội gián, giao dịch thao túng còn rất hạn chế. Qua phần phân tích thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK TPHCM, có thể thấy, các vi phạm loại này được phát hiện do có khiếu nại hoặc hành vi vi phạm quá lộ liễu, tức là nhà đầu tư sử dụng một tài khoản giao dịch liên tục trong nhiều ngày, với khối lượng và giá giao dịch bất thường, thực hiện giao dịch khi thông tin hoàn toàn chưa được công bố. Những hành vi giao dịch nội gián và thao túng tinh vi hơn, chẳng hạn, dùng nhiều tài khoản khác nhau, giao dịch ở những thời điểm khác nhau, thời gian thực hiện giao dịch đúng tại thời điểm công bố thông tin hoặc ngay sau khi công bố thông tin rất khó có khả năng bị phát hiện nếu không có đơn thư khiếu nại, tố cáo. Bên cạnh đó, phương

thức giám sát thông qua cập nhật và xử lý tin đồn hầu như chưa được thực hiện. Mặt khác, thời gian kiểm tra, điều tra và ra quyết định xử phạt còn kéo dài, tác dụng răn đe bị hạn chế, dễ nảy sinh tiêu cực.

*Ba là*, mức độ đạt được của mục tiêu giám sát giao dịch tuy có được cải thiện nhưng so với yêu cầu thì còn ở mức rất thấp. Các phân tích, đánh giá ở trên cho thấy, nhiều chủ thể tham gia quá trình giao dịch chưa tuân thủ các quy định của pháp luật, điều kiện giao dịch của các nhà đầu tư không như nhau. Với sự bùng nổ của TTCKVN, sau khi thực hiện các kiểm định ở phần 2.1.2, có thể thấy, không có gì đảm bảo chắc chắn rằng số lượng các vi phạm về giao dịch nội gián và thao túng không gia tăng và số vi phạm bị phát hiện chiếm tỷ lệ bao nhiêu phần trăm trên tổng số các vi phạm đã xảy ra trên thực tế.

Các kết luận của phần kiểm định tính hiệu quả của thị trường, kết hợp với những phân tích ở phần thực trạng, cho thấy tính công bằng và tính hiệu quả ở SGDCK TPHCM nói riêng, TTCKVN nói chung đã được cải thiện, song còn ở mức độ thấp. Như vậy, hiệu quả của giám sát giao dịch chứng khoán chưa đạt được mục tiêu cần hướng tới.

Do các giao dịch có dấu hiệu thao túng giá, giao dịch nội gián, các hành vi bất hợp pháp khác khó được phát hiện sớm và chính xác nên các bước tiếp theo của giám sát là phân tích, điều tra, kết luận vi phạm và áp dụng các biện pháp xử phạt cũng khó được thực hiện một cách hiệu quả. Hạn chế trên đây bắt nguồn từ nhiều nguyên nhân.

### **2.3.2.2. Nguyên nhân**

#### **a. Nguyên nhân chủ quan**

##### **Thứ nhất, mô hình giám sát giao dịch chứng khoán chưa được xác lập rõ**

Một trong những nguyên nhân quan trọng nhất dẫn đến tình trạng hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN thấp như hiện nay là do mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK Việt Nam chưa được xác lập rõ.

Như đã phân tích ở những phần trước, giám sát TTCK nói chung, giám sát giao dịch chứng khoán nói riêng, thuộc về chức năng, nhiệm vụ của nhiều cơ quan

như Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, UBCKNN và các tổ chức tự quản. Tuy nhiên, cũng do có nhiều cơ quan có chức năng giám sát nhưng mô hình không rõ nên hiệu quả giám sát rất thấp. Một số biểu hiện của sự không hoàn thiện của mô hình giám sát là:

- Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia là cơ quan có chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ, cơ chế hoạt động trong mối quan hệ với các cơ quan quản lý, giám sát thị trường tài chính nói chung, TTCK nói riêng, không rõ ràng và thiếu các điều kiện đảm bảo.

- Cơ cấu tổ chức và sự hình thành bộ máy giám sát của UBCKNN thiếu sự ổn định và còn nhiều bất cập. Trước thời điểm thành lập Ban Giám sát thuộc UBCKNN (tháng 3/2008) và ban hành Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK (31/12/2008), chức năng giám sát giao dịch chứng khoán chủ yếu nằm ở Thanh tra UBCK. Chức năng giám sát được quy định tại các Quyết định của Thủ tướng, Bộ Tài chính, UBCKNN về chức năng, nhiệm vụ các đơn vị thuộc UBCKNN, gần đây nhất là Quyết định số 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/1/2008 và Quyết định 49/2008/QĐ-BTC sửa đổi một số điều của quyết định 02/2008/QĐ-BTC. Ngày 31/12/2008, Bộ Tài chính ban hành quyết định 127/QĐ-BTC về việc ban hành quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK. Theo Quy chế này, UBCKNN vừa thực hiện giám sát giao dịch trên TTCK, vừa giám sát SGDCK trong hoạt động giám sát giao dịch. Tuy nhiên, hiện tại, chức năng giám sát còn thuộc nhiều đơn vị như các Ban chức năng của UBCK, Ban Giám sát (Thành lập tháng 3/2008) và Thanh tra UBCK.

- Sự tham gia của HHKDCK với tư cách là tổ chức tự quản liên quan đến giao dịch chứng khoán trên TTCKVN chưa được xác lập rõ. Theo Quy chế 127, xét trên giác độ chủ thể giám sát, SGDCK là tổ chức tự quản duy nhất có vai trò giám sát các giao dịch chứng khoán trong phạm vi các hoạt động của SGDCK. Đồng thời, SGDCK cũng là đối tượng giám sát của UBCKNN trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Như vậy, HHKDCK không được coi là một phần của chủ thể giám sát. Hiện nay, Quy chế giám sát giao dịch

chứng khoán đang trong giai đoạn triển khai thực hiện bước đầu, nhiều vấn đề của Quy chế còn cần được cụ thể hóa, nhất là xác lập rõ hơn mô hình và cơ chế phối hợp giám sát trong mô hình này.

Trong mô hình giám sát giao dịch chứng khoán, SGDCK TPHCM có thẩm quyền rất hạn chế, chỉ được kiểm tra theo sự ủy quyền bằng văn bản của UBCKNN, không được chủ động tiến hành các biện pháp mang tính nghiệp vụ như ghi âm điện thoại, theo dõi trao đổi qua e-mail. Khi có kết luận về vi phạm, nếu là vi phạm của nhà đầu tư thì phải chuyển hồ sơ vụ việc lên UBCKNN, nếu là vi phạm của thành viên thị trường thì cũng chỉ có quyền nhắc nhở, cảnh cáo, huỷ bỏ niêm yết chứng khoán của CTNY hoặc huỷ bỏ tư cách thành viên giao dịch của CTCK thành viên, SGDCK TPHCM không được ra quyết định xử phạt bằng tiền. Theo kết quả khảo sát 30 thành viên của Liên đoàn các SGDCK trên thế giới, phạm vi trách nhiệm của các SGDCK như sau [65]:

+ Giám sát giao dịch chứng khoán:	29/30
+ Điều tra các hành vi nghi ngờ vi phạm:	27/30
+ Cường chế thực thi và ra quyết định xử phạt:	24/30

Cũng trong Quy chế 127, HHKDCK không được đề cập đến như là một chủ thể giám sát, vì vậy, có thể thấy HHKDCK không có vai trò cụ thể trong giám sát giao dịch trên TTCKVN. Do mới được thành lập và đi vào hoạt động chưa lâu (Quyết định của Bộ Nội vụ thành lập HHKDCK ngày 14/5/2004), đến nay, HHKDCK mới chỉ đóng vai trò làm đầu mối của các CTCK tham gia các văn bản pháp quy, đề xuất các giải pháp phát triển thị trường và hỗ trợ phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán. HHKDCK hiện nay chưa có chế tài và các điều kiện đảm bảo để thực hiện vai trò giám sát giao dịch chứng khoán. Điều này được biểu hiện cụ thể như sau:

+ Trong các văn bản quy phạm pháp luật về giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK, HHKDCK không được đề cập đến như là một phần của chủ thể giám sát. Tương tự, ở các văn bản có liên quan như công bố thông tin, quản lý hoạt động của CTCK, ban hành quy chế và chuẩn mực hành nghề kinh doanh, dịch vụ chứng khoán, vai trò của HHKDCK cũng không được đề cập tới.

+ HHKDCK Việt Nam chưa thực hiện được chức năng quan trọng nhất của HHKDCK là ban hành các quy chế tự quản trên cơ sở đồng thuận của các thành viên và buộc thành viên phải tuân thủ, ban hành quy định về chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp, giám sát sự tuân thủ pháp luật của các thành viên và phối hợp với UBCKNN, SGDCK, TTLKCK trong giám sát sự tuân thủ của các thành viên thị trường. Chẳng hạn, Hiệp hội chưa ban hành được những thông lệ về hệ thống công nghệ thông tin đồng nhất, đáp ứng các tiêu chí tự quản cho tất cả các thành viên nhằm đảm bảo chức năng làm “bộ lọc” đầu tiên cho các hoạt động giao dịch phát sinh trên thị trường. Hệ thống công nghệ thông tin trong tác nghiệp của các CTCK mới chỉ mang tính chất đối phó, đảm bảo cung cấp dịch vụ cho khách hàng.

#### **Thứ hai, năng lực của chủ thể giám sát chưa đáp ứng yêu cầu**

Trước khi thành lập Ban Giám sát thuộc UBCKNN (3/2008) và ban hành Quy chế giám sát giao dịch trên TTCK (31/12/2008), chủ thể giám sát TTCKVN cũng gồm 2 cấp là SGDCK, TTGDCK và các đơn vị chuyên môn của UBCKNN (Ban Quản lý Phát hành, Phát triển Thị trường, Quản lý Kinh doanh và Thanh tra Chứng khoán). Tuy nhiên, cơ chế này theo các chuyên gia quốc tế đánh giá là chông chéo và thiếu hiệu quả, không đáp ứng được nhu cầu giám sát thị trường [1],[23].

*Thực tế, công tác giám sát tại UBCKNN* trong giai đoạn này chỉ dựa trên những báo cáo định kỳ và bất thường mang nặng tính hành chính của SGDCK, TTGDCK, chỉ có thể xử lý được những vi phạm đơn giản như vi phạm chế độ công bố thông tin. Trong khi đó, hoạt động giám sát không phát hiện được những vi phạm tinh vi hơn như thao túng giá cả và thị trường [1].

Như đã nêu trong phần thực trạng, hoạt động giám sát được thực hiện một cách dàn trải theo từng khu vực và đối tượng quản lý, chưa mang tính chất tập trung và chuyên môn hóa. Ban Quản lý Kinh doanh thực hiện công tác soạn thảo các văn bản pháp quy, thẩm định hồ sơ xin cấp phép và giám sát CTCK, công ty quản lý QĐT và QĐT. Ban Quản lý Phát hành soạn thảo các quy định về công ty đại chúng và công ty niêm yết, thẩm định hồ sơ chào bán chứng khoán ra công chúng và giám

sát việc chào bán, thực hiện các nguyên tắc quản trị công ty của công ty niêm yết, giám sát công bố thông tin của công ty đại chúng. Ban Phát triển thị trường thực hiện chức năng quản lý và giám sát đối với các SGDCK, TTGDCK. Bên cạnh đó, một phần công tác kiểm tra, giám sát định kỳ, thường xuyên và bất thường do Thanh tra UBCKNN thực hiện. Sự dàn trải này khiến các đơn vị chức năng rơi vào tình trạng quá tải và không đảm bảo chất lượng, hiệu quả công việc. Các đơn vị chuyên môn chỉ có đủ nguồn lực và kỹ năng để thực hiện việc soạn thảo văn bản pháp quy liên quan và thực hiện các thủ tục thẩm định hồ sơ cấp phép. Sự phân mảnh này đồng thời tạo ra sự cục bộ trong hoạt động quản lý, giám sát và không đảm bảo được sự giám sát tổng thể hoạt động của thị trường.

Như vậy, trong giai đoạn này, UBCKNN chưa có đơn vị thực hiện chức năng giám sát chuyên biệt, Thanh tra Chứng khoán vừa thực hiện công tác giám sát, thanh tra, điều tra và xử phạt. Chức năng kép này khiến cho những rủi ro đạo đức dễ dàng xảy ra [23]. Bên cạnh đó, cũng giống như tình trạng của các đơn vị thực hiện chức năng quản lý, việc đảm nhiệm thêm công tác giám sát tuân thủ bên cạnh nhiệm vụ chính là điều tra và xử phạt khiến các nguồn lực không được phân bổ một cách hợp lý, không thể thực hiện nguyên tắc chuyên môn hóa trong xây dựng các kỹ năng và thực hiện các nghiệp vụ điều tra chuyên biệt để tăng cường hiệu quả thanh tra, xử phạt.

Hiện nay, với việc thành lập Ban Giám sát và ban hành Quy chế 127, sự phân định trách nhiệm giữa các đơn vị thuộc UBCKNN đã rõ ràng hơn, trong đó, Ban Giám sát là đơn vị chịu trách nhiệm chính trong giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK. Tuy nhiên, chức năng giám sát một phần vẫn thuộc các Ban khác thuộc UBCKNN, vì vậy, rất cần sự phối hợp chặt chẽ và hệ thống giữa các đơn vị này. Đến tháng 4/2009, Ban Giám sát của UBCKNN có 19 cán bộ, trong đó có 3 lãnh đạo và 16 nhân viên, hưởng lương theo ngạch bậc công chức nhà nước. Với lực lượng nhân sự hiện tại, việc tổng hợp thông tin báo cáo, soạn thảo văn bản hướng dẫn thực hiện Quy chế giám sát đã chiếm hết thời gian làm việc, điều này là bất cập so với yêu cầu giám sát giao dịch chứng khoán đối với 2



SGDCK, trên 340 CTNY, 100 CTCK, 42 công ty quản lý quỹ, 30 QĐT chứng khoán và nhiều tổ chức, cá nhân cung cấp dịch vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán khác.

*Tại SGDCK TPHCM*, hoạt động giám sát vẫn còn thụ động trên cơ sở các báo cáo định kỳ của các đối tượng có liên quan và chưa có sự phối hợp đồng bộ giữa các đơn vị nội bộ. Việc xử lý thông tin trên cơ sở giám sát giao dịch thực tế không đảm bảo yêu cầu về thời gian, thông tin liên quan không đầy đủ. Hiện tại, SGDCK TPHCM chưa thực hiện giám sát theo tin đồn một cách hệ thống. Thông thường, nếu xuất hiện một tin đồn nào, cán bộ phụ trách giám sát sẽ tiến hành thu thập và chuyển trực tiếp tới các phòng liên quan (Phòng Quản lý đăng ký giao dịch, Phòng Thành viên) xác minh. Các thông tin thu thập được không được lưu trữ trong hệ thống giám sát thành một cơ sở dữ liệu phục vụ cho công tác phân tích.

Nhân sự làm công tác giám sát tại SGDCK TPHCM hiện chỉ đáp ứng yêu cầu về theo dõi giao dịch và giám sát về tuân thủ quy định của pháp luật liên quan đến giao dịch chứng khoán. Với số lượng 7 cán bộ vào năm 2004 và 12 cán bộ vào thời điểm cuối năm 2008, hưởng thu nhập theo lương ngạch bậc và chưa được đào tạo chuyên sâu về nghiệp vụ giám sát [47], hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán của SGDCK TPHCM còn thấp là tất yếu.

### **Thứ ba, chưa xây dựng được hệ thống chỉ tiêu giám sát và phần mềm giám sát**

Thực tế, hoạt động giám sát được thực hiện một cách thủ công, không có sự trợ giúp kỹ thuật như không có hệ thống đồ thị của từng chứng khoán và hệ thống cảnh báo tự động. Chẳng hạn, như hình dưới đây, nếu hệ thống tự động cảnh báo thì tại những điểm mũi tên chỉ vào sẽ nhận được tín hiệu cảnh báo [80].



(Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc – [www.ksx.kr](http://www.ksx.kr))

### Hình 2.1: Các dấu hiệu cảnh báo tự động bắt đầu giai đoạn điều tra

Hệ thống giám sát giao dịch chứng khoán chưa chặt chẽ do thiếu các tham số cảnh báo hữu hiệu, thiếu các giá trị ngưỡng hay các mẫu giao dịch trong từng thời kỳ. Đồng thời, hệ thống chỉ tiêu đang sử dụng hiện nay bộc lộ nhiều sự trùng lặp và không bám sát đòi hỏi thực sự của hoạt động giám sát. Việc tính bình quân khối lượng giao dịch, giá trị giao dịch và mức chênh lệch giá đặt mua/ chào bán trong một khoảng thời gian nhất định trong ngày hay trong khoảng thời gian nhất định (nhiều ngày) rồi đem so sánh với kỳ trước để tính giá trị tuyệt đối hay phần trăm sẽ chưa đủ là cơ sở để phân tích một chứng khoán biến động hay một hành vi giao dịch bất thường.

**Thứ tư, không tích hợp được dữ liệu giao dịch, dữ liệu công bố thông tin và dữ liệu đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán**

Hệ thống thông tin về lưu ký chứng khoán mới chỉ có thể phối hợp giám sát giao dịch về tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài, các tài khoản vừa đặt bán vừa đặt mua trong cùng một đợt giao dịch. Vì vậy, việc giám sát trong ngày và phân tích nhiều ngày rất thủ công. Hệ thống lưu ký hai cấp của TTLKCK cũng ảnh hưởng đến khả năng giám sát của SGDCK, do TTLKCK chỉ quản lý chứng khoán lưu ký theo

CTCK mà chưa quản lý đến tài khoản của từng nhà đầu tư, khi tiến hành kiểm tra phải qua CTCK để kiểm tra thông tin lưu ký và sổ lệnh.

#### **b. Nguyên nhân khách quan**

##### **Thứ nhất, hệ thống pháp lý chưa hoàn thiện**

Sau gần 7 năm vận hành, tính từ thời điểm khai trương TTGDCK TPHCM, TTCKVN mới được điều chỉnh bởi Luật chứng khoán (có hiệu lực thi hành từ 01/01/2007). Trước khi Luật chứng khoán được ban hành và có hiệu lực, TTCKVN được điều chỉnh bởi Nghị định số 48/1998/NĐ-CP (hiệu lực từ 1998 đến 2003) và Nghị định số 144/2003/NĐ-CP (hiệu lực từ 2003 đến hết 2006). Bên cạnh đó, có nhiều Bộ Luật và Luật điều chỉnh một phần hoạt động của nhiều đối tượng khác nhau trên thị trường chứng khoán như các ngân hàng, các tổ chức tài chính phi ngân hàng khác, các doanh nghiệp hoạt động ở nhiều lĩnh vực thuộc các ngành nghề khác nhau. Hệ thống văn bản pháp quy liên quan, bao gồm Luật doanh nghiệp, các quy định về cổ phần hóa DNNN, quy định về quản lý ngoại hối, luật hình sự và các luật khác. Bộ Tài chính, UBCKNN và các SGDCK, TTGDCK cũng đã ban hành một số quy định liên quan đến giao dịch chứng khoán như quy định về điều kiện niêm yết, quy chế công bố thông tin.

Như vậy, trong một thời gian khá dài, các cơ quan quản lý nhà nước ở Việt Nam về lĩnh vực TTCK chủ yếu tập trung vào công tác phát triển thị trường, mảng giám sát TTCK chưa được quan tâm và chưa có những bước xúc tiến cụ thể mang tính hệ thống. Trên thực tế, Quyết định số 31/1999/QĐ-UBCK ban hành ngày 12/10/1999, tức là trước khi TTCK thứ cấp đi vào hoạt động, không tách bạch hoạt động thanh tra và giám sát, không có tính khả thi và hiệu lực thấp. Hiện tại, Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK Việt Nam ban hành tại Quyết định 127/QĐ-BTC 31/12/2008 của Bộ Tài chính mới ban hành được 4 tháng và vẫn đang ở giai đoạn triển khai bước đầu. Các văn bản pháp quy khác chủ yếu phục vụ công tác quản lý nhà nước đối với các chủ thể tham gia thị trường như Công ty đại chúng (kể cả công ty niêm yết); CTCK; Công ty quản lý quỹ, QĐT, công ty đầu tư; Các tổ chức tự quản. Tuy nhiên, các văn bản này không có quy định về giám sát các chủ

thể tham gia giao dịch chứng khoán trên thị trường, chưa có quy trình giám sát giao dịch bất thường như giao dịch nội gián, thao túng thị trường, tính hiệu lực và hiệu quả thực tế của các văn bản này còn thấp.

Về xử phạt, khung xử phạt hành chính quy định tại Nghị định 36/2007/NĐ-CP ngày 08/03/2007 còn thấp, tối đa 70 triệu đồng, không đảm bảo tính chất răn đe, ngăn ngừa các hành vi vi phạm. Mới đây, ngày 02/4/2008, Ủy ban Thường vụ Quốc Hội đã thông qua Pháp lệnh sửa đổi, bổ sung một số điều của *Pháp lệnh xử lý vi phạm hành chính*, theo đó, mức phạt là từ 10.000 đồng đến 500 triệu đồng. Tuy nhiên, Nghị định 36 của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK vẫn đang có hiệu lực, UBCKNN lại là cơ quan thuộc Bộ Tài chính, theo quy định của Luật tổ chức Chính phủ ngày 25/12/2001, bị giới hạn về thẩm quyền xử lý vi phạm. Vì vậy, mức phạt 500 triệu đồng chưa có chế tài cụ thể để UBCKNN vận dụng trong việc xử phạt các vi phạm trong khuôn khổ các hoạt động mà UBCKNN quản lý. Bộ Luật Hình sự năm 1999 chưa có quy định cụ thể về tội phạm và hình phạt đối với hoạt động trên thị trường chứng khoán. Luật Hình sự năm 2009 (sửa đổi) cũng không đưa cụ thể tội danh vi phạm pháp luật trên TTCK vào, trừ một số quy định về *gây hậu quả nghiêm trọng*. Theo Thông tư liên tịch giữa Bộ Tài chính và Bộ Công an số 46/2009/TTLT-BCA ngày 11/3/2009, *gây hậu quả nghiêm trọng* là gây thiệt hại lớn về tài sản và các hậu quả phi vật chất (gây ảnh hưởng xấu đến việc thực hiện đường lối của Đảng, chính sách của Nhà nước; gây ảnh hưởng xấu đến sự công bằng, công khai, minh bạch và an toàn của thị trường chứng khoán) được quy định trong các văn bản quy phạm pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán hoặc các văn bản quy phạm pháp luật khác quy định, hướng dẫn gây hậu quả nghiêm trọng. Như vậy, khái niệm *gây hậu quả nghiêm trọng* chưa được làm rõ [49], việc xác định hành vi, lượng hóa mức độ nghiêm trọng không rõ ràng và cụ thể.

Như vậy, qua 9 năm hoạt động, khung pháp lý điều chỉnh hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN vẫn đang trong quá trình hoàn thiện. Hệ thống văn bản pháp luật hiện hành khá đầy đủ về mặt phạm vi điều chỉnh, song nội

dung còn nhiều bất cập, không đảm bảo tính kỷ luật trên thị trường, không có tính răn đe đối với các vi phạm, không theo kịp với sự phát triển nhanh chóng của thị trường và mức độ phức tạp của các hành vi vi phạm pháp luật trên TTCK.

**Thứ hai, Thị trường Chứng khoán Việt Nam phát triển không ổn định, thiếu tính bền vững và sự thiếu tuân thủ quy định của đối tượng giám sát**

Một phần nguyên nhân dẫn đến hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN còn nhiều hạn chế như phân tích ở trên là do đặc điểm của TTCKVN, biểu hiện ở sự gia tăng mạnh các vi phạm, sự thao túng của nhà đầu tư nước ngoài và tính hiệu quả của thị trường rất thấp.

Từ năm 2006, TTCK đã có những tăng trưởng đột biến về quy mô. Song song với sự mở rộng quy mô thị trường, những vi phạm tiềm ẩn tăng lên một cách đáng kể, vì vậy, những rủi ro tiềm ẩn cũng tăng lên theo cấp số nhân. Những hiện tượng rò rỉ thông tin nội bộ, dẫn đến giao dịch nội gián, hiện tượng giao dịch thao túng thị trường, vi phạm quy định về công bố thông tin và các vi phạm pháp luật khác liên quan đến giao dịch chứng khoán xuất hiện nhiều trong thời gian qua cho thấy thực trạng này.

Bên cạnh những tác động tích cực đến sự phát triển của TTCK, sự tham gia mạnh mẽ của nhà đầu tư nước ngoài vào TTCK cũng có những mặt trái có thể tác động tiêu cực đến thị trường. Từ khi thị trường bắt đầu phát triển “nóng”, đã có hiện tượng nhà đầu tư trong nước mua, bán theo nhà đầu tư nước ngoài, dẫn đến khả năng nhà đầu tư nước ngoài dẫn dắt nhà đầu tư trong nước và thao túng thị trường dễ dàng. Đồng thời, sự hiện diện của các QĐT nước ngoài cũng là một thách thức đối với hệ thống giám sát TTCK. Hiện nay, văn phòng đại diện của các QĐT nước ngoài được thành lập theo đăng ký tại các sở địa phương mà không qua UBCKNN, thường hoạt động vượt quá chức năng và chưa có quản lý, giám sát, không có chế độ báo cáo thông tin.

Xem xét tính hiệu quả của TTCKVN, có thể thấy, thị trường tập trung có quy mô còn nhỏ so với thị trường tự do, vì vậy, sự can thiệp giá là khá dễ dàng. Các vi phạm về công bố thông tin diễn ra còn nhiều, dẫn đến sự thiếu minh bạch, công

bằng và khách quan của thông tin. Bên cạnh đó, do các nhà đầu tư trong nước chịu sự chi phối của các nhà đầu tư nước ngoài, tâm lý đám đông chi phối hành vi, vì vậy, giá chứng khoán không phản ánh tức thời và chính xác các thông tin mới được công bố. Các biểu hiện trên đều vi phạm ba giả định của lý thuyết thị trường hiệu quả, vì vậy, kết luận tính hiệu quả của TTCKVN là rất thấp.

### **Thứ ba, kinh phí đầu tư cho giám sát giao dịch chứng khoán chưa đúng mức**

Kinh phí cho hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN còn hạn hẹp là nguyên nhân quan trọng dẫn đến những hạn chế của việc tăng cường giám sát giao dịch. Để tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán, cần một lượng kinh phí lớn đầu tư ban đầu và chi hàng năm cho cơ sở vật chất, bao gồm văn phòng, thiết bị, phần mềm, cơ sở dữ liệu, các dịch vụ tư vấn và con người.

Hiện tại, các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và nhà đầu tư trên TTCKVN không phải nộp phí giám sát giao dịch. Kinh phí giám sát ở cấp UBCK do ngân sách nhà nước chi trả và chủ yếu chi cho con người theo hệ số lương công chức nhà nước, với số lượng đầu năm 2009 là 19 người (3 lãnh đạo, 16 chuyên viên) [1]. Tại Nhật Bản, năm 2008, tổng số nhân viên làm việc cho SESC - cơ quan giám sát TTCK Nhật Bản - là 640, trong đó 358 người làm việc tại trụ sở chính và số còn lại làm việc tại các chi nhánh và văn phòng trực thuộc [57]. Tại Hàn Quốc, FSS (Financial Supervisory Services) hoạt động với kinh phí được hình thành từ hai nguồn là nhà nước và các nguồn đóng góp, SFC (Securities and Future Commission) hoạt động hoàn toàn do kinh phí nhà nước cấp [80].

Kinh phí giám sát ở SGDCK thì còn tùy thuộc mô hình tổ chức của SGDCK. Khi SGDCK TPHCM còn là TTGDCK, là đơn vị sự nghiệp, kinh phí vẫn từ cả nguồn là ngân sách nhà nước và nguồn thu từ phí giao dịch và phí thành viên của CTCK nhưng có tính chất như ngân sách nhà nước. Khi SGDCK TPHCM hoạt động với mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn nhà nước một thành viên, kinh phí từ nguồn thu từ phí giao dịch và phí thành viên của CTCK. Tuy nhiên, nguồn thu từ các khoản phí không được chi thỏa đáng cho hoạt động giám sát, hậu quả là giám sát giao dịch không phát triển và không đạt hiệu quả cao. Kinh nghiệm các TTCK

phát triển cho thấy, để tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán, kinh phí chi phải rất lớn. Tại SGDCK Úc, hàng năm, các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và nhà đầu tư phải đóng phí giám sát, tương đương 1,5 triệu USD [63].

\*

\*   \*

Trong Chương 2, thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN đã được nghiên cứu, lấy SGDCK TPHCM làm ví dụ.

Sau khi làm rõ bối cảnh giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, tính hiệu quả của TTCKVN đã được kiểm định. Kết quả kiểm định cho thấy TTCKVN nói chung, SGDCK TPHCM nói riêng, không đạt mức hiệu quả dạng yếu, thị trường bị trục lợi bởi các giao dịch thao túng, nội gián, với những mức độ trục lợi khác nhau ở các thời kỳ nghiên cứu và những vi phạm pháp luật khác liên quan đến giao dịch chứng khoán.

Bên cạnh đó, thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, ở cả hai cấp là UBCKNN và các tổ chức tự quản, đã được phân tích với nhiều nội dung khác nhau. Qua phân tích, có thể thấy bức tranh toàn cảnh về giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, ở đó, các chủ thể giám sát mới chỉ giám sát được các vi phạm tuân thủ quy định của pháp luật về quy trình giao dịch, công bố thông tin liên quan, còn giám sát các giao dịch nội gián, thao túng thị trường thì chưa thực hiện được.

Trên cơ sở nội dung phân tích đó, những kết quả đạt được, những hạn chế và nguyên nhân của những hạn chế đã được đánh giá, tổng kết. Đây là cơ sở để đề xuất các giải pháp tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN trong Chương 3.

### **CHƯƠNG 3**

## **GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **3.1. ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Mục tiêu tổng quát phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam là đồng bộ, vững chắc, từng bước đưa thị trường chứng khoán trở thành một cấu phần quan trọng của thị trường tài chính, góp phần đắc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế, đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế [14].

#### **3.1.1. Định hướng đến năm 2010**

a) Phát triển quy mô, nâng cao chất lượng và đa dạng hoá các loại hàng hoá để đáp ứng nhu cầu của thị trường

- Mở rộng quy mô và đa dạng hoá các loại trái phiếu, các phương thức phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường vốn; phát triển các loại trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp, trái phiếu công trình để đầu tư vào các dự án hạ tầng trọng điểm của quốc gia;

- Đẩy mạnh chương trình cổ phần hoá các doanh nghiệp, tổng công ty nhà nước, tập đoàn kinh tế và các ngân hàng thương mại nhà nước, gắn việc cổ phần hoá với niêm yết trên thị trường chứng khoán; mở rộng việc phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn trên thị trường. Đối với những doanh nghiệp đã cổ phần hoá đủ điều kiện phải thực hiện việc niêm yết; đồng thời tiến hành rà soát, thực hiện việc bán tiếp phần vốn của Nhà nước tại các



doanh nghiệp nhà nước không cần giữ cổ phần chi phối hoặc không cần nắm giữ cổ phần. Chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sang hình thức công ty cổ phần và niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán;

- Phát triển các loại chứng khoán phái sinh như: quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai; hợp đồng kỳ hạn; các sản phẩm liên kết (chứng khoán - bảo hiểm, chứng khoán - tín dụng, tiết kiệm - chứng khoán...); các sản phẩm từ chứng khoán hoá tài sản và các khoản nợ....

b) Từng bước hoàn chỉnh cấu trúc của thị trường, đảm bảo khả năng quản lý, giám sát của Nhà nước

- Tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt. Từng bước nghiên cứu hình thành và phát triển thị trường giao dịch tương lai cho các công cụ phái sinh, thị trường chứng khoán hoá các khoản cho vay trung, dài hạn của ngân hàng;

- Phát triển thị trường cổ phiếu theo nhiều cấp độ để đáp ứng nhu cầu phát hành cổ phiếu, niêm yết, giao dịch của nhiều loại hình doanh nghiệp và đảm bảo khả năng quản lý, giám sát của Nhà nước theo hướng tách biệt thị trường giao dịch tập trung, thị trường giao dịch phi tập trung (OTC), thị trường đăng ký phát hành, giao dịch cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ;

- Chuyển Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành Sở Giao dịch chứng khoán hoạt động theo mô hình công ty theo tinh thần của Luật Chứng khoán. Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm Giao dịch chứng khoán thực hiện chức năng tổ chức và giám sát giao dịch chứng khoán tập trung. Nâng cấp đồng bộ hạ tầng kỹ thuật của thị trường, đảm bảo khả năng liên kết với thị trường các nước trong khu vực;

- Tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung (OTC) theo hướng có quản lý thông qua các giải pháp: thực hiện đăng ký, lưu ký tập trung

đối với các công ty cổ phần đủ điều kiện theo quy định của Luật Chứng khoán; nghiên cứu cơ chế giao dịch đối với các chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết theo mô hình thoả thuận thông qua các CTCK; các giao dịch chứng khoán tập trung thanh toán và chuyển giao thông qua TTLKCK; đồng thời, thiết lập cơ chế giám sát của thị trường giao dịch chứng khoán trong việc công bố thông tin để tăng cường tính công khai, minh bạch trên thị trường, đảm bảo sự quản lý, giám sát của Nhà nước đối với các giao dịch chứng khoán, thu hẹp hoạt động trên thị trường tự do.

c) Phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường

- Tăng số lượng hợp lý, nâng cao chất lượng hoạt động và năng lực tài chính cho các CTCK, công ty quản lý quỹ, CTĐTCK,... Đa dạng hoá các loại hình dịch vụ cung cấp trên thị trường, nâng cao tính chuyên nghiệp và chất lượng các dịch vụ; đảm bảo tính công khai, minh bạch và bình đẳng trên thị trường;

- Mở rộng phạm vi hoạt động TTLKCK, áp dụng các chuẩn mực lưu ký quốc tế, thực hiện liên kết giao dịch thanh toán giữa thị trường vốn và thị trường tiền tệ;

- Từng bước hình thành thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Cho phép thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm đủ điều kiện tại Việt Nam và cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động định mức tín nhiệm ở Việt Nam.

d) Phát triển hệ thống nhà đầu tư trong và ngoài nước

- Khuyến khích các định chế đầu tư chuyên nghiệp (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm...) tham gia đầu tư trên thị trường theo quy định của pháp luật. Thực hiện lộ trình mở cửa đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài vào thị trường Việt Nam theo lộ trình đã cam kết;

- Đa dạng hoá các loại hình QĐT; tạo điều kiện cho phép Bảo hiểm xã hội Việt Nam, Tiết kiệm bưu điện,... tham gia đầu tư trên thị trường vốn; từng bước phát triển, đa dạng hoá các quỹ hưu trí để thu hút các vốn dân cư tham gia đầu tư; khuyến khích việc thành lập các QĐT ở nước ngoài đầu tư dài hạn vào thị trường Việt Nam.

đ) Hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước

- Hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý thống nhất, đồng bộ đáp ứng được yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với thị trường vốn của khu vực và quốc tế;

- Bổ sung các chế tài xử lý nghiêm minh về dân sự, hình sự để phòng ngừa và xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động trên thị trường vốn, thị trường chứng khoán;

- Nghiên cứu hoàn chỉnh các chính sách về thuế, phí, lệ phí đối với hoạt động chứng khoán, khuyến khích đầu tư dài hạn, hạn chế đầu tư ngắn hạn; điều tiết lợi nhuận thu được do kinh doanh chứng khoán, đồng thời thông qua thuế, phí, lệ phí góp phần giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán và từng đối tượng, thành viên tham gia thị trường (bao gồm cả các nhà đầu tư trong và ngoài nước);

- Áp dụng các tiêu chuẩn giám sát thị trường theo thông lệ quốc tế; đẩy mạnh việc thanh tra, kiểm tra, giám sát việc tuân thủ pháp luật của các thành viên tham gia thị trường; kiểm tra, giám sát hàng hoá đưa ra thị trường, đảm bảo tính công khai, minh bạch; tăng cường năng lực giám sát, cường chế thực thi của cơ quan giám sát thị trường;

- Củng cố bộ máy, nâng cao năng lực quản lý, giám sát của Nhà nước đối với thị trường vốn; từng bước tách bạch chức năng quản lý với chức năng

giám sát các hoạt động của thị trường; sớm nghiên cứu thành lập Cơ quan giám sát tài chính quốc gia, giúp Thủ tướng Chính phủ điều phối chính sách và công cụ cảnh báo, điều hành, giám sát hoạt động tài chính tiền tệ ở tầm vĩ mô.

e) Chủ động mở cửa, hội nhập với khu vực và quốc tế

- Thực hiện mở cửa từng bước thị trường vốn cho nhà đầu tư nước ngoài theo lộ trình hội nhập đã cam kết, đồng thời đảm bảo kiểm soát được luồng vốn vào, vốn ra; mở rộng hoạt động hợp tác quốc tế trên các mặt tư vấn chính sách, tư vấn pháp luật và phát triển thị trường;

- Đẩy mạnh công tác đào tạo, phát triển nguồn nhân lực cho thị trường vốn; tăng cường phổ cập kiến thức về thị trường vốn, thị trường chứng khoán cho công chúng, doanh nghiệp và các tổ chức kinh tế.

g) Đảm bảo an ninh tài chính quốc gia: thực hiện tốt việc giám sát các giao dịch vốn; áp dụng các biện pháp kiểm soát luồng vốn chặt chẽ; trong những trường hợp cần thiết để giảm áp lực đối với tỷ giá, ngăn ngừa nguy cơ biến dạng và khủng hoảng trên thị trường, cần có những giải pháp xử lý thích hợp. Các giải pháp này được thể hiện trong văn bản quy phạm pháp luật và công bố cho nhà đầu tư được biết và chỉ áp dụng khi có những nguy cơ ảnh hưởng đến an ninh của hệ thống tài chính. Thực hiện cơ chế giám sát đặc biệt với các định chế trung gian yếu kém để giảm thiểu tác động tiêu cực có tính chất dây chuyền trong toàn hệ thống.

### **3.1.2. Định hướng đến năm 2020**

a) Phát triển thị trường vốn theo hướng hiện đại, hoàn chỉnh về cấu trúc (bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh, thị trường tập trung, thị trường phi tập trung...), vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế.

b) Phát triển mạnh các kênh cung cấp vốn cả trong và ngoài nước cho thị trường; mở rộng hệ thống các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức; phát triển đầy đủ các định chế trung gian; đa dạng hoá các dịch vụ cung cấp, ... đảm bảo có đầy đủ các yếu tố cấu thành một thị trường vốn phát triển trong khu vực. Phấn đấu đến năm 2020 đạt 70% GDP, với trình độ phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực.

c) Kết hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá; hài hoà giữa mục tiêu huy động vốn cho tăng trưởng kinh tế, phát triển bền vững thị trường vốn với ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, đảm bảo an ninh tài chính quốc gia.

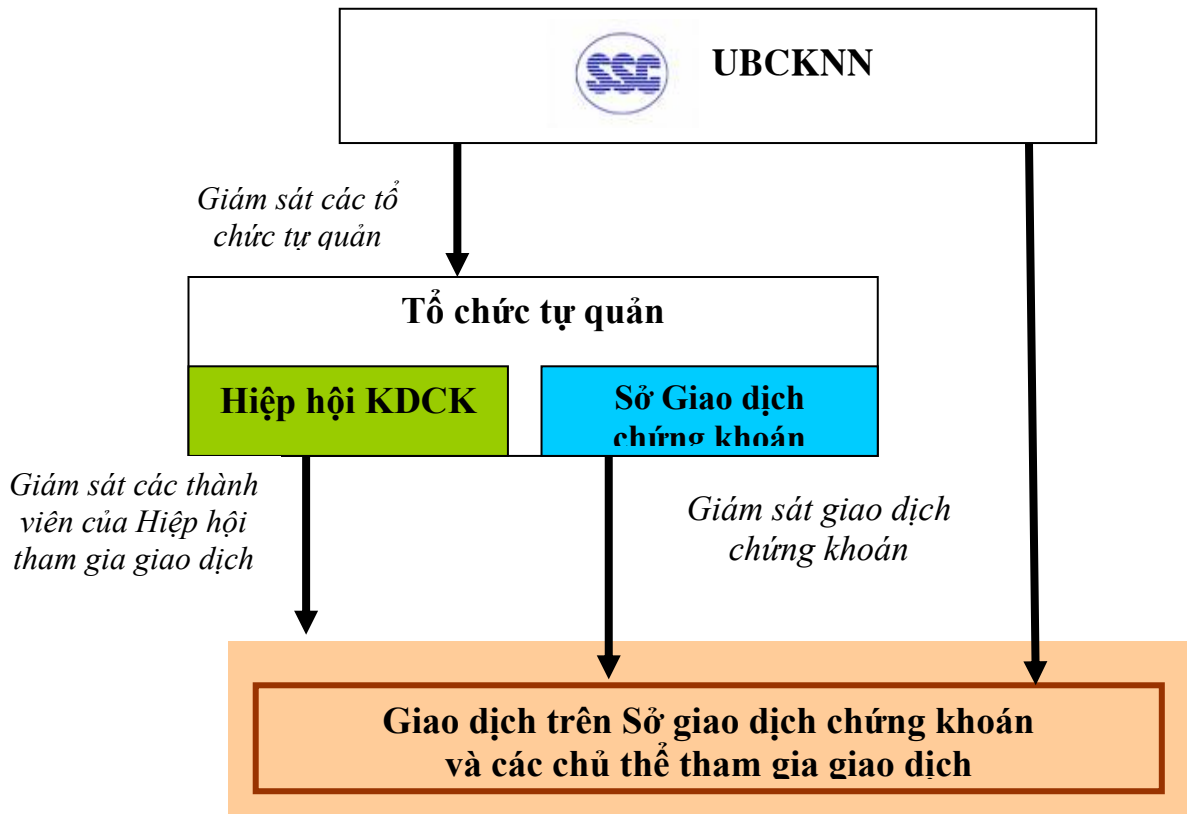
d) Tăng cường quản lý nhà nước, thực hiện có hiệu quả chức năng thanh tra, kiểm tra, giám sát việc tuân thủ pháp luật của các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường.

## **3.2. GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG GIÁM SÁT GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **3.2.1. Hoàn thiện mô hình giám sát giao dịch chứng khoán**

Do cấu trúc thị trường tài chính và tổ chức bộ máy các cơ quan quản lý nhà nước ở Việt Nam có những điểm khác biệt so với các nước khác, vì vậy, giải pháp *hoàn thiện mô hình giám sát giao dịch chứng khoán* được luận án đề xuất trong khuôn khổ thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Trên cơ sở đánh giá những hạn chế của mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN trong cả giai đoạn 8 năm đầu hoạt động và giai đoạn từ khi thành lập Ban Giám sát thuộc UBCKNN (tháng 3/2008) đến nay, mô hình giám sát giao dịch chứng khoán tại TTCKVN được đề xuất theo mô hình 2 cấp.



### **Sơ đồ 3.1: Mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN**

Trong mô hình này, chủ thể giám sát bao gồm UBCKNN và các tổ chức tự quản. Điểm đáng lưu ý trong mô hình này là có sự tham gia của HHKDCK với tư cách là chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán, điều này chưa được quy định về mặt pháp lý tại Việt Nam, vì vậy, mô hình này cần được luận giải rõ về chức năng của từng cấp giám sát, cũng như những điều kiện để áp dụng mô hình vào thực tiễn.

#### **3.2.1.1. Chủ thể giám sát**

##### **a. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước**

Như đã phân tích trong Chương 2, UBCKNN là cơ quan có chức năng giám sát ở cấp cao nhất đối với các hoạt động của TTCKVN. Đối với các TTCK phát triển trên thế giới, chức năng giám sát được đặc biệt chú trọng, thậm chí, tại một số TTCK như Nhật Bản, Hàn Quốc, UBCK chỉ thực hiện

chức năng giám sát. Sự quyết tâm tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán cần thể hiện trong nhận thức và hành động cụ thể của Chính phủ, UBCK và các cơ quan liên quan [56]. Do TTCKVN mới hoạt động được gần 9 năm, đang ở giai đoạn đầu của sự phát triển, cần tăng cường đồng thời chức năng quản lý và chức năng giám sát của UBCKNN.

Chức năng giám sát của UBCKNN ngày càng được tăng cường hơn, biểu hiện cụ thể là việc thành lập Ban Giám sát thuộc UBCKNN (3/2008), ban hành Quy chế giám sát giao dịch trên TTCK (31/12/2008) và một số quy chế giám sát khác theo đối tượng như giám sát CTCK, CTQLQ, các tổ chức lưu ký chứng khoán, công ty phát hành chứng khoán ra công chúng. Tuy nhiên, do đang ở giai đoạn đầu triển khai, việc thành lập Ban Giám sát và ban hành Quy chế giám sát giao dịch trên TTCK chưa có tác động mạnh mẽ dẫn đến sự thay đổi về chất của giám sát giao dịch chứng khoán.

Trong mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, đối với chủ thể giám sát là UBCKNN, cần chú trọng năm vấn đề sau:

*Một là*, chuyển UBCKNN thành Ủy ban thuộc Chính Phủ. Thực tiễn phát triển của TTCKVN và kinh nghiệm thế giới cho thấy, việc quản lý, phát triển và giám sát thị trường đòi hỏi một bộ máy UBCKNN có cơ chế mạnh trong việc ra quyết định và ban hành văn bản pháp quy. Vì vậy, cần sớm tách UBCKNN ra khỏi Bộ Tài chính, chuyển thành Ủy ban thuộc Chính phủ.

*Hai là*, phân định rõ nhiệm vụ, quyền hạn các đơn vị thuộc UBCKNN. Trước mắt, cần ban hành Quyết định thay thế Quyết định 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/1/2008 và Qđịnh 49/2008/QĐ-BTC sửa đổi một số điều của Quyết định 02/2008 của Bộ Tài chính. Trong đó, Ban Giám sát là đơn vị có chức năng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, các Ban khác bên cạnh chức năng quản lý nhà nước đối với các hoạt động và đối tượng tham gia TTCK, giám sát sự tuân thủ luật pháp của các đối tượng này, có chức năng

phối hợp trong giám sát giao dịch, đặc biệt là phối hợp trong xây dựng văn bản quy phạm pháp luật, cung cấp thông tin phục vụ giám sát giao dịch. Thanh tra UBCKNN chỉ thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi luật pháp, tức là khi bộ phận giám sát đã phát hiện và có kết luận về vi phạm, những vi phạm nặng thuộc diện phải xử phạt sẽ được chuyển sang Thanh tra UBCKNN thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi theo quy định của pháp luật.

*Ba là*, UBCKNN cần thành lập các Văn phòng Giám sát của UBCKNN tại các SGDCK và cử cán bộ giám sát đến làm việc tại các Văn phòng này. Việc thành lập và vận hành các Văn phòng này sẽ đáp ứng được các yêu cầu về kết nối thông tin, kết nối quan hệ phối hợp giám sát chặt chẽ và hiệu quả, giảm chi phí và đảm bảo tính bảo mật của thông tin trong hoạt động giám sát.

*Bốn là*, UBCKNN cần thiết lập quan hệ chặt chẽ với các cơ quan tư pháp và an ninh trong việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp lý về giám sát giao dịch và xử lý những hành vi phạm tội. Hiện tại, Luật hình sự chưa quy định tội danh trong lĩnh vực chứng khoán, vì vậy, việc đánh giá “gây hậu quả nghiêm trọng” để kết tội là vô cùng khó khăn. Sự phối hợp chặt chẽ với các cơ quan tư pháp và an ninh sẽ có tác dụng răn đe, làm giảm đi các vi phạm trên TTCK.

*Năm là*, UBCKNN cần đẩy mạnh hợp tác quốc tế trong lĩnh vực giám sát. Từ năm 2002, Việt Nam đã trở thành thành viên của Tổ chức Quốc tế các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO). IOSCO là tổ chức gồm trên 90% các UBCK của các nước trên thế giới [48]. Các hoạt động cơ bản của IOSCO là:

- Phối hợp giữa các nước để áp dụng chuẩn mực trong quản lý nhằm duy trì các thị trường chứng khoán hoạt động công bằng, hiệu quả và lành mạnh;
- Trao đổi thông tin, kinh nghiệm về quản lý và phát triển thị trường chứng khoán;
- Tạo lập các chuẩn mực và giám sát hiệu quả việc áp dụng các chuẩn mực trong quản lý các giao dịch chứng khoán quốc tế;



- Hỗ trợ nhau giữa các thành viên nhằm bảo vệ tính toàn vẹn của thị trường bằng cách áp dụng bắt buộc các chuẩn mực và thực hiện việc cưỡng chế thực thi đối với các vi phạm.

Các hoạt động này đã thúc đẩy hoạt động hợp tác và hỗ trợ đa phương giữa TTCKVN và các TTCK trên thế giới là thành viên của IOSCO. Bên cạnh các hoạt động trong khuôn khổ IOSCO, trong lĩnh vực giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK, cần đẩy mạnh việc gia nhập các tổ chức giám sát liên thị trường hoặc ký kết hợp tác song phương với UBCK các nước trong hỗ trợ kỹ thuật và phối hợp giám sát giao dịch chứng khoán xuyên quốc gia.

### **b. Các tổ chức tự quản**

Trong mô hình giám sát giao dịch chứng khoán được đề xuất ở phần trên, các tổ chức tự quản vừa là đối tượng giám sát, vừa là chủ thể giám sát, bao gồm SGDCK và HHKDCK. Với tư cách là chủ thể giám sát, các SGDCK và HHKDCK thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường trong khuôn khổ chức năng, nhiệm vụ, theo quy định của pháp luật và sự phân quyền của UBCKNN.

*Đối với SGDCK*, chức năng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN của các SGDCK đã được quy định khá rõ ràng về mặt pháp lý. Trong mô hình giám sát, vấn đề cần quan tâm đối với SGDCK là sự phối hợp trong hoạt động giám sát với UBCKNN, HHKDCK. Sự phối hợp này được mô tả cụ thể trong phần giải pháp về *hoàn thiện nội dung và phương thức giám sát* ở phần sau của luận án. Bên cạnh đó, sự hợp tác và phối hợp giữa HOSE và HASTC làm tăng hiệu quả giám sát, giảm chi phí và tránh rủi ro do thông tin bất cân xứng. Trên thực tế, các giao dịch trên HOSE và HASTC là khác nhau đáng kể về chứng khoán niêm yết và đăng ký giao dịch, hệ thống khớp lệnh. Tuy nhiên, sự khác nhau này chỉ mang tính kỹ thuật, việc tổ chức hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán của

HOSE và HASTC cơ bản là giống nhau. Vì vậy, một số nội dung như xây dựng quy chế thành viên, quy trình giám sát, nội dung và phương thức giám sát, xây dựng cơ sở dữ liệu, phần mềm và tiêu chí giám sát...có thể kết hợp để triển khai. Điều này sẽ làm cho sự kết nối giữa UBCKNN và các SGDCK được chuẩn hóa hơn, giảm chi phí nghiên cứu và triển khai thực hiện, nâng cao hiệu quả giám sát.

Bên cạnh đó, sự phân quyền của UBCKNN cho SGDCK trong xử lý vi phạm cũng là vấn đề cần sớm được giải quyết, sự phân quyền đến mức có thể cho các SGDCK là yếu tố quan trọng góp phần nâng cao hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán [56]. Như đã phân tích ở chương 2, Trong mô hình giám sát giao dịch chứng khoán, SGDCK TPHCM có thẩm quyền rất hạn chế. Về mặt nguyên tắc, các SGDCK có xu hướng bảo vệ thành viên của mình, đồng thời, cũng là bảo vệ lợi ích của SGDCK. Vì vậy, cần khuyến khích việc phân quyền đến mức có thể trong khuôn khổ quy định của pháp luật, cụ thể là:

- Sự ủy quyền của UBCKNN cho SGDCK kiểm tra định kỳ và bất thường cần được quy định tại chức năng, nhiệm vụ, nên sớm xem xét bỏ quy định về ủy quyền bằng văn bản trong từng đợt kiểm tra như hiện nay. Điều này sẽ tạo sự chủ động và vị thế của SGDCK đối với các đối tượng giám sát, góp phần nâng cao hiệu quả giám sát.

- SGDCK cần được chủ động tiến hành các biện pháp mang tính nghiệp vụ đối với các CTCK là thành viên của SGDCK như ghi âm điện thoại và theo dõi trao đổi qua e-mail của đại diện giao dịch của CTCK tại sàn.

- Khi có kết luận về vi phạm, nếu là vi phạm của thành viên thị trường, ngoài quyền hạn xử lý theo quy định hiện tại, SGDCK cần được được ra quyết định xử phạt bằng tiền đối với các vi phạm quy chế thành viên của SGDCK về giao dịch và công bố thông tin. Trong trường hợp vi phạm là của

nhà đầu tư, hoặc của thành viên thị trường nhưng liên quan đến giao dịch bất thường thì SGDCK sẽ báo cáo UBCKNN để có biện pháp xử lý và cưỡng chế thực thi theo thẩm quyền.

*Đối với HHKDCK*, hiện tại chưa có chế tài để HHKDCK thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán. Trong mô hình giám sát được đề xuất ở phần trên, HHKDCK là chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán với tư cách là tổ chức tự quản.

HHKDCK Việt Nam mới được thành lập và hoạt động (Quyết định của Bộ Nội vụ thành lập HHKDCK ngày 14/5/2004), bước đầu mới chỉ đóng vai trò làm đầu mối của các CTCK, tham gia các văn bản pháp quy, đề xuất các giải pháp phát triển thị trường và hỗ trợ phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán. HHKDCK cần chủ động xây dựng Điều lệ Hiệp hội, ban hành các quy chế tự quản trên cơ sở đồng thuận của các thành viên và buộc thành viên phải tuân thủ, ban hành quy định về chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp, giám sát sự tuân thủ pháp luật của các thành viên và phối hợp với UBCKNN, SGDCK, TTLKCK trong giám sát sự tuân thủ của các thành viên thị trường. Sự phối hợp này phải rõ ràng và cụ thể, chẳng hạn, UBCKNN và SGDCK ra quy định để đáp ứng điều kiện trở thành thành viên của SGDCK, CTCK nhất thiết phải là thành viên của HHKDCK.

### ***3.2.1.2. Đối tượng giám sát***

Để giám sát giao dịch chứng khoán có hiệu quả, cần xác định rõ đối tượng giám sát trên TTCKVN, từ đó, xây dựng nội dung và phương thức để giám sát các đối tượng tham gia giao dịch chứng khoán này. Với phạm vi nghiên cứu của luận án là giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK nên đối tượng giám sát là các tổ chức tự quản, các tổ chức và cá nhân tham gia giao dịch chứng khoán hoặc cung cấp dịch vụ có liên quan đến giao dịch chứng khoán trên SGDCK, bao gồm: công ty niêm yết, CTCK thành viên, QĐT ở các mô hình khác nhau, các nhà đầu tư, các tổ chức và cá nhân có liên

quan khác.

#### **a. Các tổ chức tự quản**

Các tổ chức tự quản là đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán gồm SGDCK và HHKDCK. Trong phạm vi nghiên cứu của luận án, các tổ chức tự quản chịu sự giám sát của UBCKNN trong hoạt động liên quan đến giám sát giao dịch chứng khoán, đồng thời, giám sát giao dịch chứng khoán trên SGDCK. Tương tự như phần 3.2.1.1. *Chủ thể giám sát*, các quy định hiện hành chưa coi HHKDCK là đối tượng giám sát mà mới chỉ đóng vai trò làm đầu mối của các CTCK, tham gia các văn bản pháp quy, đề xuất các giải pháp phát triển thị trường và hỗ trợ phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

#### **b. Công ty niêm yết**

CTNY là một trong những đối tượng chính của hoạt động giám sát. Các thông tin về tình hình tài chính và hoạt động của các CTNY luôn là yếu tố quan trọng tác động trực tiếp tới giá chứng khoán. Người có khả năng nắm giữ thông tin quan trọng là những đối tượng cần tập trung giám sát vì dễ liên quan đến hành vi giao dịch nội gián hay công tác công bố thông tin, ảnh hưởng đến tính công bằng, công khai của thị trường.

#### **c. Công ty Chứng khoán**

CTCK tham gia vào hoạt động giao dịch trên SGDCK với tư cách là người kinh doanh chứng khoán, vừa là người trung gian môi giới. Việc giám sát các CTCK nhằm đảm bảo việc tuân thủ quy định pháp luật về chứng khoán và TTCK của các đối tượng này cũng như tuân thủ các quy định, nguyên tắc của SGDCK nhằm ngăn ngừa những hành vi có thể gây tổn hại đến lợi ích của nhà đầu tư và tính công bằng thị trường.

#### **d. Quỹ đầu tư chứng khoán**

QĐT chứng khoán là một tổ chức đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, được hình thành bởi những người tiết kiệm và những người đầu tư chuyên nghiệp cùng góp vốn để thực hiện đầu tư qua chứng khoán, nhằm đa dạng hoá lĩnh vực đầu tư, phân tán rủi ro. Với quy mô vốn lớn, giao dịch của các QĐT trên TTCK có thể tác động đến giao dịch chung của thị trường. Việc giám sát QĐT chứng khoán trong giao dịch chứng khoán nhằm đảm bảo tính công bằng, công khai, bảo vệ nhà đầu tư.

#### **e. Các đối tượng khác**

Ngoài các đối tượng giám sát như trên, các tổ chức, cá nhân có liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán là ngân hàng thương mại cung cấp dịch vụ mở tài khoản tiền đầu tư chứng khoán, các nhà đầu tư tổ chức, cá nhân thuộc diện phải công bố thông tin giao dịch theo quy định và những đối tượng có thể có tác động đến giao dịch chứng khoán trên TTCK là đối tượng cần được giám sát chặt chẽ.

#### ***3.2.1.3. Mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN được đặt trong mô hình giám sát thị trường tài chính***

Mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN nếu tách rời hoặc có quan hệ không đồng bộ, không chặt chẽ với tổng thể hoạt động giám sát thị trường tài chính thì vẫn có những hạn chế trong hoạt động giám sát như đã phân tích ở Chương 2.

Để khắc phục vấn đề này, mô hình giám sát đối với tổng thể thị trường tài chính, bao gồm cả ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, tương tự như mô hình Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc và nhiều quốc gia khác trên thế giới cần được nghiên cứu và thực hiện theo lộ trình tại Việt Nam. Theo đó, thành lập Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia theo mô hình mới là cơ quan giám sát thị trường

tài chính, trên cơ sở Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia là cơ quan tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ hiện nay, kết hợp với các cơ quan giám sát hiện tại của Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, UBCKNN.

Nếu thực hiện theo mô hình này, cấu trúc tổ chức, nhất là chức năng, nhiệm vụ của Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước và UBCKNN sẽ thay đổi theo hướng phù hợp hơn với mô hình của các nước trên thế giới. Hệ thống giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK khi đó sẽ trở thành một bộ phận của hệ thống giám sát thị trường tài chính. Tuy nhiên, đây là vấn đề rất lớn, liên quan đến tổ chức bộ máy các cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính nên cần được nghiên cứu kỹ lưỡng và có lộ trình chuẩn bị trong dài hạn.

### **3.2.2. Hoàn thiện nội dung, phương thức giám sát giao dịch chứng khoán**

#### ***3.2.2.1. Nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của UBCKNN và SGDCK***

##### **a. Nội dung**

- *Giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường, nhằm ngăn ngừa, phát hiện các giao dịch và hành vi vi phạm pháp luật về giao dịch chứng khoán, bao gồm hành vi gian lận hoặc lừa đảo trong giao dịch chứng khoán, giao dịch nội gián, giao dịch thao túng thị trường, các hành vi vi phạm khác theo quy định của pháp luật.*

- *Giám sát công ty niêm yết, công ty đại chúng trong các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán. Trên SGDCK TPHCM, đối tượng giám sát là công ty niêm yết, trên SGDCK Hà Nội, đối tượng giám sát gồm cả CTNY và công ty đại chúng đăng ký giao dịch (sàn giao dịch cổ phiếu của CTCP đại chúng chưa niêm yết, đăng ký giao dịch tại SGDCK Hà Nội, hay còn được*

gọi là UpCoM). Nội dung giám sát công ty niêm yết, công ty đại chúng là giám sát hoạt động công bố thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán.

- *Giám sát các trung gian tài chính trên thị trường, bao gồm cả QĐT, CTCK trong các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán.* Trong nội dung này, tùy vào hoạt động của các định chế trung gian, chủ thể giám sát tiến hành giám sát theo những nội dung khác nhau. Với CTCK, UBCKNN và SGDCK giám sát việc ban hành các quy định, thực hiện quy trình đặt lệnh, chuyển lệnh giao dịch chứng khoán cho khách hàng của CTCK, việc thực hiện chế độ kiểm soát nội bộ và các quy định khác liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán. Với các QĐT chứng khoán, UBCKNN và SGDCK giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán và công bố thông tin liên quan đến giao dịch theo quy định của pháp luật. Với các định chế trung gian khác, nội dung giám sát tập trung vào hoạt động cung cấp các dịch vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán của các định chế này.

Do các tổ chức tự quản cũng là đối tượng giám sát của UBCKNN nên với tư cách là chủ thể giám sát, ngoài các nội dung trên, UBCKNN còn *giám sát các tổ chức tự quản trong các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán.* Trong nội dung này, UBCK xem xét và chấp thuận các quy định, quy chế về tổ chức, hoạt động, các quy định quản lý thị trường và quản lý thành viên của các tổ chức tự quản. Đồng thời, UBCK giám sát sự tuân thủ và kiểm tra các tổ chức tự quản trong hoạt động quản lý thành viên và giám sát thị trường của mình, thực hiện các biện pháp điều tra, xử phạt các tổ chức tự quản theo luật định.

### **b. Phương thức**

Với các nội dung chính như trên, UBCKNN và SGDCK giám sát giao dịch chứng khoán thông qua các phương thức sau:

*Một là*, giám sát trực tuyến các giao dịch hàng ngày của các chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch chứng khoán để phát hiện các giao dịch bất thường. Để thực hiện phương thức giám sát này, chủ thể giám sát cần thông qua phần mềm giám sát hiện đại, được cài đặt tự động hệ thống chỉ tiêu giám sát, được tích hợp cơ sở dữ liệu từ các hệ thống thông tin giao dịch, công bố thông tin và lưu ký chứng khoán. Giải pháp cho việc ứng dụng phần mềm giám sát giao dịch và phát triển cơ sở dữ liệu sẽ được đề cập ở những nội dung tiếp sau của luận án.

*Hai là*, giám sát giao dịch chứng khoán nhiều ngày dựa trên cơ sở dữ liệu giao dịch chứng khoán; các báo cáo, phản ánh thông tin của các CTCK, công ty niêm yết, các tổ chức, cá nhân tham gia thị trường chứng khoán; các bản công bố thông tin của các nhà đầu tư theo quy định của pháp luật; các nguồn tin trên các phương tiện thông tin đại chúng, tin đồn và các nguồn thông tin khác.

Nhằm thu thập thông tin từ công chúng cho việc theo dõi, phân tích, kiểm tra, UBCKNN và SGDCK phải tạo ra những kênh cung cấp thông tin một cách dễ dàng, chẳng hạn tại website của UBCKNN và SGDCK có phần cung cấp thông tin hoặc tạo đường link từ nhiều trang web nổi tiếng khác nhau dẫn vào mục cung cấp thông tin nói trên. Chủ thể giám sát cũng cần có những địa chỉ để nhận phản ánh của các thành viên tham gia thị trường qua đường bưu điện, điện thoại, fax, email hoặc tổ chức các hội nghị gặp gỡ các nhà đầu tư, qua đó tiếp nhận thông tin phản ánh của nhà đầu tư. Hiện tại, chỉ có website của UBCKNN là có mục **liên hệ** hoạt động, còn website của SGDCK TPHCM tuy có mục **liên hệ** nhưng không hoạt động, website SGDCK Hà Nội không có mục này. Kinh nghiệm các nước trên thế giới cho thấy, các nguồn tin này có một vai trò vô cùng quan trọng và nếu được tổ chức tốt, thông tin mà chủ thể giám sát nhận được sẽ rất nhiều và phong phú.

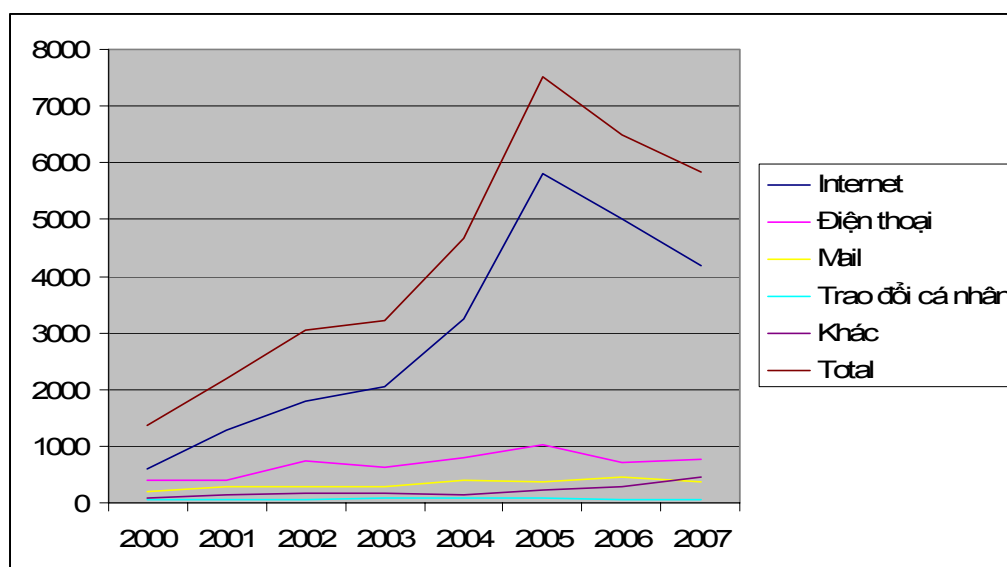


**Bảng 3.1: Số thông tin nhận được hàng năm tại SESC – Nhật Bản**

Nguồn thông tin	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Internet	606	1,282	1,804	2,061	3,251	5,815	5,011	4,193
Điện thoại	390	408	749	616	787	1,022	702	766
Mail	205	291	290	287	408	377	443	381
Trao đổi cá nhân	64	58	50	75	80	73	50	58
Khác	91	142	163	178	143	239	279	443
<b>Total</b>	<b>1,356</b>	<b>2,181</b>	<b>3,056</b>	<b>3,217</b>	<b>4,669</b>	<b>7,526</b>	<b>6,485</b>	<b>5841</b>

(Nguồn: SESC Annual Report 2007/2008)

Quan sát số liệu trong bảng trên, biểu diễn trên đồ thị, có thể thấy xu hướng tăng lên của thông tin phản ánh từ các thành viên tham gia thị trường tại Nhật Bản, thông tin nhận được nhiều nhất là qua Internet [57].



(Nguồn: SESC Annual Report 2007/2008)

**Biểu đồ 3.1: Số thông tin nhận được hàng năm tại SESC – Nhật Bản**

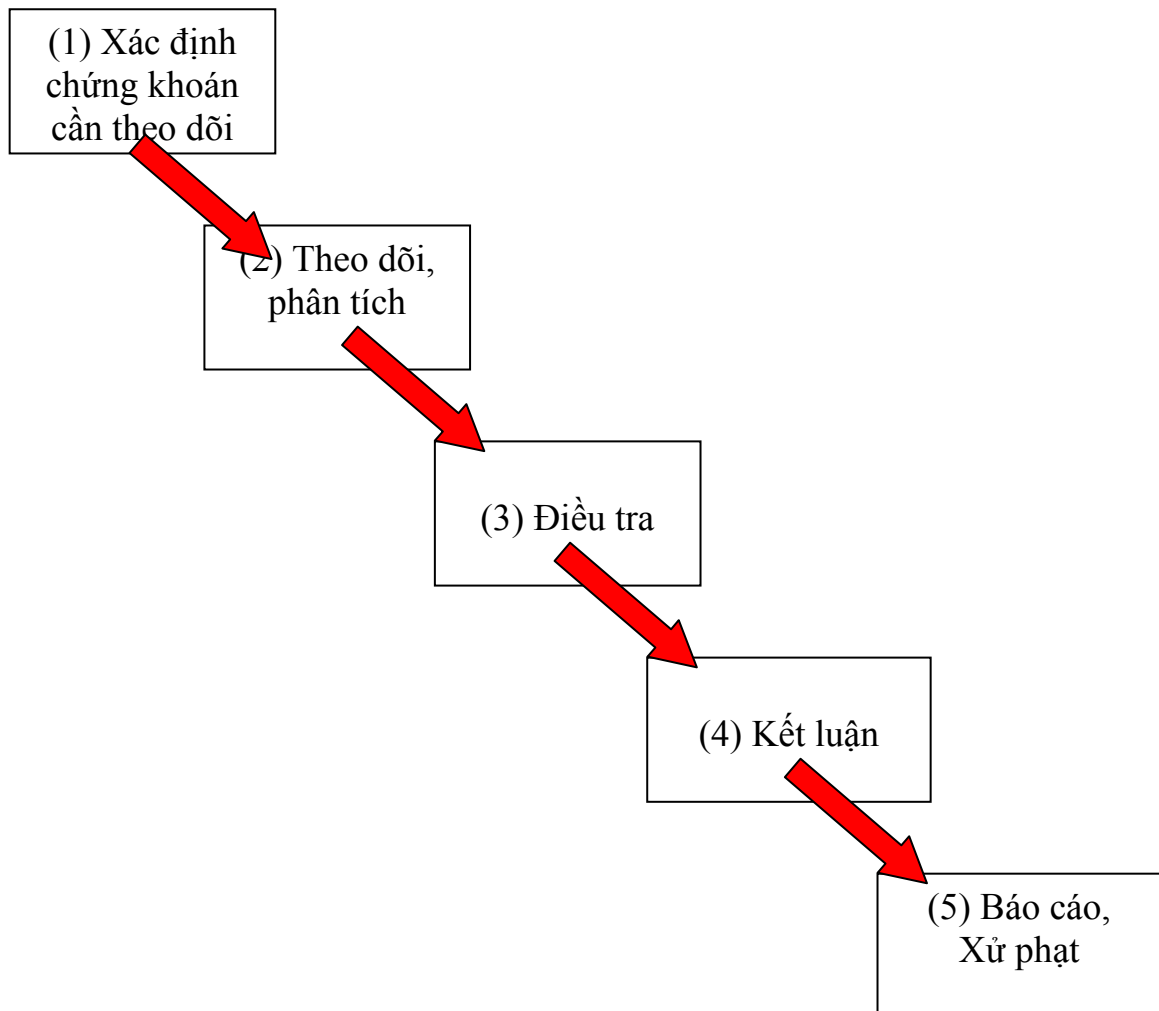
Qua nghiên cứu kinh nghiệm các nước, việc thu thập thông tin để giám sát qua tin đồn cũng có vai trò quan trọng và chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong các nguồn tin. Chủ thể giám sát cần lập ra các nhóm thu thập tin đồn, các nhóm này

có thể không phải là nhân viên giám sát làm việc cơ hữu cho UBCKNN hay SGDCK mà có thể là các nhóm cộng tác viên hoặc làm việc theo hợp đồng.

*Ba là*, thực hiện kiểm tra định kỳ hoặc bất thường các thành viên giao dịch của SGDCK về nội dung giao dịch chứng khoán.

*Bốn là*, UBCKNN giám sát SGDCK trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán dựa trên báo cáo định kỳ, bất thường hoặc theo yêu cầu.

Để giám sát giao dịch nội gián, giao dịch thao túng, UBCKNN và SGDCK thực hiện theo bốn phương thức trên, thông qua quy trình giám sát giao dịch chứng khoán gồm năm bước tại *Sơ đồ 3.2*.



**Sơ đồ 3.2: Quy trình giám sát giao dịch chứng khoán**

Theo sơ đồ trên, quy trình giám sát giao dịch nội gián như sau:

(1) Xác định chứng khoán cần theo dõi

Chứng khoán được lựa chọn theo dõi khi có thông tin từ các nguồn khác nhau về dấu hiệu có giao dịch nội gián.

(2) Theo dõi

- Phân tích sự thay đổi giá và khối lượng giao dịch của chứng khoán
- Kiểm tra dữ liệu giao dịch chứng khoán từ các CTCK
- Thu thập thông tin (Tên, địa chỉ, nghề nghiệp...) của nhà đầu tư thực hiện giao dịch chứng khoán đang bị theo dõi thông qua dữ liệu lưu trữ của CTCK (Báo cáo A)

- Tìm hiểu xem thông tin nội gián được tiết lộ ra từ công ty niêm yết như thế nào, vào thời gian nào (Báo cáo B)

- Đối chiếu báo cáo A và báo cáo B, từ đó tìm ra những người có thể liên quan đến việc tiết lộ thông tin nội gián.

(3) Điều tra

Trên cơ sở dữ liệu do các CTCK cung cấp, điều tra và phân tích một cách chi tiết về những người nghi ngờ liên quan đến giao dịch nội gián. Những thông tin cần đặc biệt chú ý là dữ liệu về giao dịch trong quá khứ, mối quan hệ với công ty niêm yết, động cơ thực hiện giao dịch...

(4) Kết luận

Kết thúc giai đoạn điều tra, kết luận liệu đó có phải là giao dịch nội gián hay không.

(5) Báo cáo, xử phạt

Tùy theo thẩm quyền của mỗi chủ thể giám sát, chẳng hạn, SGDCK sẽ báo cáo lên UBCKNN. Đồng thời, SGDCK ra quyết định xử phạt ở các mức độ khác nhau đối với CTNY, CTCK thành viên.

UBCKNN nếu thấy đã rõ ràng thì ra quyết định xử phạt và cưỡng chế thực thi, nếu thấy cần điều tra thêm thì giao cho Thanh tra tiếp tục xác minh.

***Twơng tự như giám sát giao dịch nội gián, quy trình giám sát giao dịch thao túng như sau:***

(1) Xác định chứng khoán cần theo dõi

Chứng khoán được lựa chọn theo dõi khi có một trong hai dấu hiệu sau:

+ Hệ thống giám sát tự động phát hiện thấy giá hoặc khối lượng giao dịch có dấu hiệu bất thường.

+ Nhận được thông tin chứng khoán có dấu hiệu bị giao dịch thao túng từ các nguồn khác nhau.

(2) Theo dõi

- Phân tích sự thay đổi giá và khối lượng giao dịch của chứng khoán

- Kiểm tra dữ liệu giao dịch chứng khoán từ các CTCK

- Thu thập thông tin (Tên, địa chỉ, nghề nghiệp...) của nhà đầu tư thực hiện giao dịch chứng khoán đang bị theo dõi thông qua dữ liệu lưu trữ của CTCK (Báo cáo A)

- Thu thập các mẫu giao dịch nghi ngờ do hệ thống giám sát tự động phát hiện như: mức tăng hoặc giảm giá một cách đáng ngờ, nhập lệnh "nhử" các nhà đầu tư khác để tạo xu hướng giả tạo, giao dịch gần với mức giá tại thời điểm đóng cửa, hủy lệnh giao dịch với khối lượng lớn... (Báo cáo B)

- Đối chiếu báo cáo A và báo cáo B, từ đó tìm ra những người hoặc nhóm người có thể liên quan đến giao dịch với khối lượng và giá bất thường.

(3) Điều tra

Trên cơ sở dữ liệu do các CTCK cung cấp, điều tra và phân tích một cách chi tiết về những người hoặc nhóm người nghi ngờ liên quan đến giao dịch thao túng. Những thông tin cần đặc biệt chú ý là dữ liệu về giao dịch trong quá khứ, mối quan hệ với công ty niêm yết, động cơ thực hiện giao dịch...

#### (4) Kết luận

Kết thúc giai đoạn điều tra, kết luận liệu đó có phải là giao dịch thao túng hay không.

#### (5) Báo cáo, xử phạt

Bước này thực hiện giống như ở quy trình giám sát giao dịch nội gián.

Để thực hiện hiệu quả giám sát giao dịch chứng khoán, sự phối hợp giữa UBCKNN và SGDCK có ý nghĩa rất quan trọng, vì nội dung và phương thức giám sát của UBCKNN và SGDCK cơ bản là giống nhau, chỉ khác nhau ở phạm vi giám sát và ở quan hệ giữa UBCKNN và SGDCK với tư cách là chủ thể giám sát và đối tượng giám sát. Sự phối hợp này cần được thực hiện một cách toàn diện, từ việc phối hợp trong xây dựng các quy định, quy chế, chỉ tiêu giám sát, cơ sở dữ liệu, các hệ thống liên quan đến giao dịch, cho đến các quan hệ phối hợp hàng ngày trong giám sát giao dịch. Cụ thể:

- UBCKNN phải có sự kết nối về phần mềm giám sát và cơ sở dữ liệu giám sát giao dịch với SGDCK. Như vậy, UBCKNN và SGDCK có thể tiến hành giám sát các giao dịch một cách tương đối độc lập với nhau.

- UBCKNN nên thành lập các Văn phòng Giám sát của UBCKNN tại các SGDCK và cử cán bộ giám sát đến làm việc tại các Văn phòng này. Việc thành lập và vận hành các Văn phòng này sẽ đáp ứng được các yêu cầu về kết nối thông tin, kết nối quan hệ phối hợp giám sát chặt chẽ và hiệu quả, giảm chi phí và đảm bảo tính bảo mật của thông tin trong hoạt động giám sát.

*Ở phương thức giám sát thứ hai (giám sát giao dịch chứng khoán nhiều ngày), một trong những công cụ giám sát các CTNY của SGDCK là đưa ra quy chế niêm yết. Quy chế này điều chỉnh việc chấp thuận niêm yết, niêm yết, cảnh báo, kiểm soát, đình chỉ và huỷ bỏ niêm yết, đồng thời, quy định về việc*

công bố thông tin định kỳ, thông tin bất thường, thông tin theo yêu cầu của chủ thể giám sát đối với các CTNY và điều chỉnh một số hoạt động của các tổ chức này. SGDCK duy trì một bộ phận giám sát việc tuân thủ quy chế niêm yết của các CTNY tại Sở. Khi cần thiết, SGDCK có thể đưa ra những biện pháp xử lý vi phạm hoặc đề xuất lên UBCKNN để xử lý vi phạm nếu CTNY có những vi phạm nghiêm trọng.

Như đã đề cập ở Chương 2, UBCKNN đã ban hành công văn số 574/UBCK-PTTT ngày 14/4/2009 và Công văn số 584/UBCK-PTTT ngày 15/4/2009, SGDCK TPHCM ban hành quyết định số 04 /QĐ-SGDHCM ngày 17/4/2009 về việc sửa đổi Quy chế Niêm yết chứng khoán tại Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM. Theo đó, sửa đổi quy định về kiểm soát giao dịch đối với chứng khoán niêm yết thành quy định về cảnh báo và kiểm soát chứng khoán niêm yết. Như vậy, quy định mới này chia ra hai mức, mức thứ nhất là cảnh báo, nếu nặng hơn sẽ chuyển sang mức thứ hai là kiểm soát.

Tuy nhiên, có hai vấn đề phát sinh trong việc bảo vệ nhà đầu tư thông qua cảnh báo chứng khoán niêm yết:

*Thứ nhất*, các dấu hiệu vi phạm đã quá rõ ràng, trên thực tế, nguy cơ phá sản tiềm ẩn của các CTNY không phải luôn biểu hiện rõ ràng qua những dấu hiệu này.

*Thứ hai*, quy định không rõ ràng về các trường hợp SGDCK xử lý “khi SGDCK thấy cần”, vậy như thế nào là “thấy cần”?

Để khắc phục hai vấn đề này, mô hình cảnh báo sớm nguy cơ tài chính của các CTNY [24] sẽ được đề xuất. Dựa vào kết luận của mô hình này, có thể lượng hóa chính xác được các dấu hiệu rủi ro của công ty niêm yết, từ đó, SGDCK có thể đưa ra quyết định cảnh báo sớm, thậm chí quyết định với các mức độ cao hơn sau khi đã thực hiện phân tích sâu các CTNY này.

### **Chọn mẫu và các biến số của mô hình cảnh báo sớm nguy cơ tài chính của các công ty niêm yết**

Để xây dựng mô hình cảnh báo sớm nguy cơ tài chính của các CTNY cho mỗi SGDCK, cần chọn mẫu để nghiên cứu, tùy thuộc vào khả năng tiếp cận thông tin và đặc điểm của mỗi thị trường, sao cho mẫu là tiêu biểu cho chứng khoán niêm yết của SGDCK. Cần quan sát các chỉ số tài chính của các CTNY được chọn đưa vào mẫu, chỉ số tài chính của các công ty được chọn trong thời gian 1 năm trước khi bị đưa vào giám sát (năm -1).

Theo thông lệ ở các thị trường chứng khoán, kiểm định biến động của 1 tham số được áp dụng cho 16 chỉ số tài chính trong năm -1, từ đó lựa chọn ra 8 chỉ số được sử dụng là các chỉ số cảnh báo sớm. Các chỉ số này có ý nghĩa phân biệt hai nhóm công ty (nhóm đưa vào cảnh báo và nhóm còn lại). Bảng 3.2 cung cấp giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của các chỉ số tài chính cho hai nhóm và các kiểm định ý nghĩa các nhóm giá trị trung bình của mỗi chỉ số. Cột thống kê F và mức ý nghĩa của nó cho biết: mức ý nghĩa là nhỏ (dưới 5%) đối với 8 chỉ số đầu. Do đó, giả thuyết  $H_0$ : giá trị trung bình của hai nhóm là cân bằng sẽ bị loại bỏ tại mức ý nghĩa 5% cho các chỉ số này. Các chỉ số khác ngoài 8 chỉ số trên đưa ra trong bảng 3.2 không sử dụng trong phân tích, bởi chúng không giúp phân biệt được 2 nhóm.

Lambda ( $\lambda$ ) là tỷ lệ giữa tổng các bình phương của nhóm quan sát và tổng bình phương của mẫu.  $\lambda$  nằm trong khoảng giá trị từ 0 đến 1 ( $0 \leq \lambda \leq 1$ ).  $\lambda = 1$  có nghĩa giá trị trung bình của nhóm quan sát cân bằng.  $\lambda = 0$  khi độ biến thiên của nhóm rất nhỏ so với tổng độ biến thiên của mẫu. Như vậy, hầu hết tổng các độ biến thiên có thể coi là sự khác biệt giữa các giá trị trung bình của nhóm. Quan sát bảng 3.2, có thể thấy giá trị trung bình của nhóm 8 chỉ số đầu tiên có sự khác biệt nhất trong toàn mẫu.

**Bảng 3.2: Kiểm định sự cân bằng của giá trị trung bình các chỉ số tài chính**

16 Chỉ số tài chính	Công ty				Kết quả		
	Các công ty không đưa vào phân tích sâu		Các công ty đưa vào phân tích sâu		Hệ số $\lambda$	F	Sig
	$\mu$	$\sigma$	$\mu$	$\sigma$			
Tỷ suất sinh lời của tài sản	0.0622	0.1037	-0.1882	0.2834	0.7324	40.9132	0.0000
Tổng nợ/ Tổng tài sản	0.5431	0.2066	0.8868	0.2717	0.7814	31.3322	0.0000
Lợi nhuận ròng biên	0.0591	0.143	-0.2183	0.3447	0.7906	29.6672	0.0000
Tỷ lệ tăng doanh thu	0.6087	0.2934	-0.3286	2.1998	0.8688	16.9155	0.0001
Tỷ lệ tăng trưởng vốn cổ đông	0.8811	1.273	-0.6706	1.7961	0.8725	16.3633	0.0001
Tỷ lệ tăng trưởng tài sản	0.7682	0.3633	0.4336	0.2263	0.9090	11.2131	0.0011
Nợ ngắn hạn/ Tổng nợ	0.7322	0.1836	0.9726	0.6302	0.9230	9.3485	0.0028
Thu nhập trên vốn chủ	0.0379	0.5988	12.0406	57.6110	0.9606	4.5887	0.0344
Thu nhập trên cổ phần	1236.64	6605.4	-1920.8	2559.74	0.9730	3.1131	0.0804
Tỷ lệ thanh toán hiện hành	1.8015	0.8697	1.4958	1.8355	0.9904	1.0835	0.3002
Vòng quay các khoản phải thu	18.1911	94.325	4.9912	6.1540	0.9976	0.2719	0.6031
Vòng quay hàng tồn kho	13.9667	75.5725	5.9563	5.1926	0.9986	0.1560	0.6936
Tỷ lệ tăng lợi nhuận ròng	-2.5729	18.2583	-4.5307	13.0061	0.9987	0.1498	0.6995
Các khoản phải thu khó đòi/ Tổng các khoản phải thu	0.0209	0.0786	0.0281	0.0707	0.9991	0.1046	0.7470
Khả năng trả lãi	13.375	154.8616	0.0137	1.2616	0.9991	0.1034	0.7484
Tỷ lệ thanh khoản	1.2083	0.7112	1.1283	1.8804	0.9992	0.0910	0.7634

(Nguồn: Tạp chí Kinh tế và Phát triển, tháng 2/2009 [24])

Phần dưới đây sẽ giới thiệu phương pháp PCA, đưa ra 8 chỉ số cảnh báo sớm trong năm -1 và những nhân tố quan trọng giải thích sự thay đổi các điều kiện tài chính của các công ty. Chỉ số nhân tố được tính cho mỗi công ty là các biến độc lập dùng để ước lượng trong mô hình biệt số.



## Phương pháp

### *Phương pháp phân tích nhân tố chính (PCA)*

Mục tiêu của phương pháp PCA là tìm ra những đặc tính quan trọng để giải thích sự thay đổi các điều kiện tài chính của các công ty. Phương pháp này tìm các mẫu thể hiện mối quan hệ giữa các chỉ số tài chính, chúng phải có mối tương quan với nhau thì mô hình PCA mới phù hợp. Do vậy, xuất phát từ mô hình này, các dữ liệu tài chính sẽ được tính toán trong PCA bằng kiểm định Barlett<sup>1</sup>.

Các bước thực hiện PCA gồm:

- Tính ma trận tương quan giữa các chỉ số, từ đó đưa ra kết quả kiểm định Bartlett
- Ước lượng các nhân tố và giá trị riêng của các nhân tố.
- Xác định tỷ lệ các nhân tố chính là ma trận các hệ số được tính qua PCA.

Với phương pháp PCA, tất cả các chỉ số tài chính đều được chuẩn hóa, với giá trị trung bình bằng 0 ( $\mu=0$ ) và độ lệch chuẩn bằng 1 ( $\sigma = 1$ ).

$$z_{ak} = \frac{g_{ak} - \mu_k}{\sigma_k}, \quad k = 1, \dots, 8, \quad a = 1, \dots, 114 \quad (3.1)$$

Ước lượng các nhân tố có thể coi là một hàm của các quan sát biến đổi (các tỷ lệ). Để ước lượng tỷ lệ  $j$  của công ty  $a$  ( $F_{aj}$ ):

$$F_{aj} = \sum_{k=1}^m w_{jk} z_{ak}, \quad j = 1, 2, 3 \quad (3.2)$$

Với  $w_{jk}$  là hệ số tỷ lệ của nhân tố  $j$  và tỷ lệ  $k$ ,  $z_{ak}$  là giá trị chuẩn của tỷ lệ  $k$  của công ty  $a$ .

- Xác định độ giá trị của các nhân tố. Tại đây, ta sẽ nhóm các biến có độ giá trị lớn của cùng các nhân tố thành một nhóm và nhân tố có độ giá trị nhỏ (nhỏ hơn 0.5) thì bỏ qua.

<sup>1</sup>Các kết quả của kiểm định này và phân tích PCA có được khi sử dụng SPSS 9.0

*Phương pháp phân tích biệt số*

Sau việc lựa chọn các nhân tố tài chính cơ bản của công ty, có thể ước lượng được mô hình cảnh báo sớm dựa trên những nhân tố đó. Để ước lượng cần phải có một số giả định, giả định cơ bản của mô hình cảnh báo sớm này là tách các công ty thành hai nhóm (nhóm công ty thuộc diện đưa vào cảnh báo - phân tích sâu và nhóm công ty còn lại). Như vậy, các công ty có thể được biểu diễn qua biến phụ thuộc  $y$  như sau:

$y_i = 0$  nếu công ty  $i$  không thuộc diện đưa vào cảnh báo - phân tích sâu

$y_i = 1$  nếu công ty  $i$  thuộc diện đưa vào cảnh báo - phân tích sâu

Việc ước lượng trong mô hình cần sử dụng các biến độc lập, các biến này chính là tỷ lệ ba nhân tố đã chọn trong năm -1. Trong phân tích biệt số, mỗi công ty  $a$  sẽ được mô tả bằng một vectơ, được thống kê bởi ba biến độc lập.

Trong hai nhóm phân tán, giả định rằng các biến độc lập được phân phối theo phân phối chuẩn nhiều chiều có giá trị trung bình khác nhau nhưng giống nhau số ma trận phân tán. Mục đích của phương pháp này là có sự kết hợp tuyến tính của các biến độc lập để tối đa độ biến thiên giữa các phân tán trong nhóm.

Chỉ số  $D$  dưới đây là sự kết hợp của các nhân tố cho mỗi công ty, chỉ số  $D$  được ước lượng theo mô hình biệt số chuẩn [24].

$$D_a = 0.873F_{1a} - 0.455F_{2a} + 0.676F_{3a} \quad (3.3)$$

Tùy từng giai đoạn, do điều kiện thị trường và các chỉ số tài chính của CTNY thay đổi nên các hệ số của mô hình này cũng sẽ thay đổi.

Trong phương trình (3.3),  $D_a$  là chỉ số  $D$  của công ty  $a$  và  $F_1, F_2, F_3$  lần lượt là khả năng sinh lợi, cấu trúc kỳ hạn của nợ và nhân tố tăng trưởng.

Dựa vào chỉ số  $D$ , điểm chuẩn ( $C$ ) trong phương trình (3.4) được tính bằng trung bình trọng số của chỉ số  $D$  trong hai nhóm công ty.

$$C = \frac{N_0 D_0 + N_1 D_1}{N_0 + N_1} \quad (3.4)$$

Trong đó:  $C$  = điểm chuẩn;  $N_0$  = Số công ty không thuộc diện đưa vào cảnh báo - phân tích sâu;  $N_1$  = Số công ty thuộc diện đưa vào cảnh báo - phân tích sâu;  $D_0$  = tỷ lệ trung bình các công ty không thuộc diện đưa vào cảnh báo - phân tích sâu;  $D_1$  = tỷ lệ trung bình các công ty thuộc diện đưa vào cảnh báo - phân tích sâu.

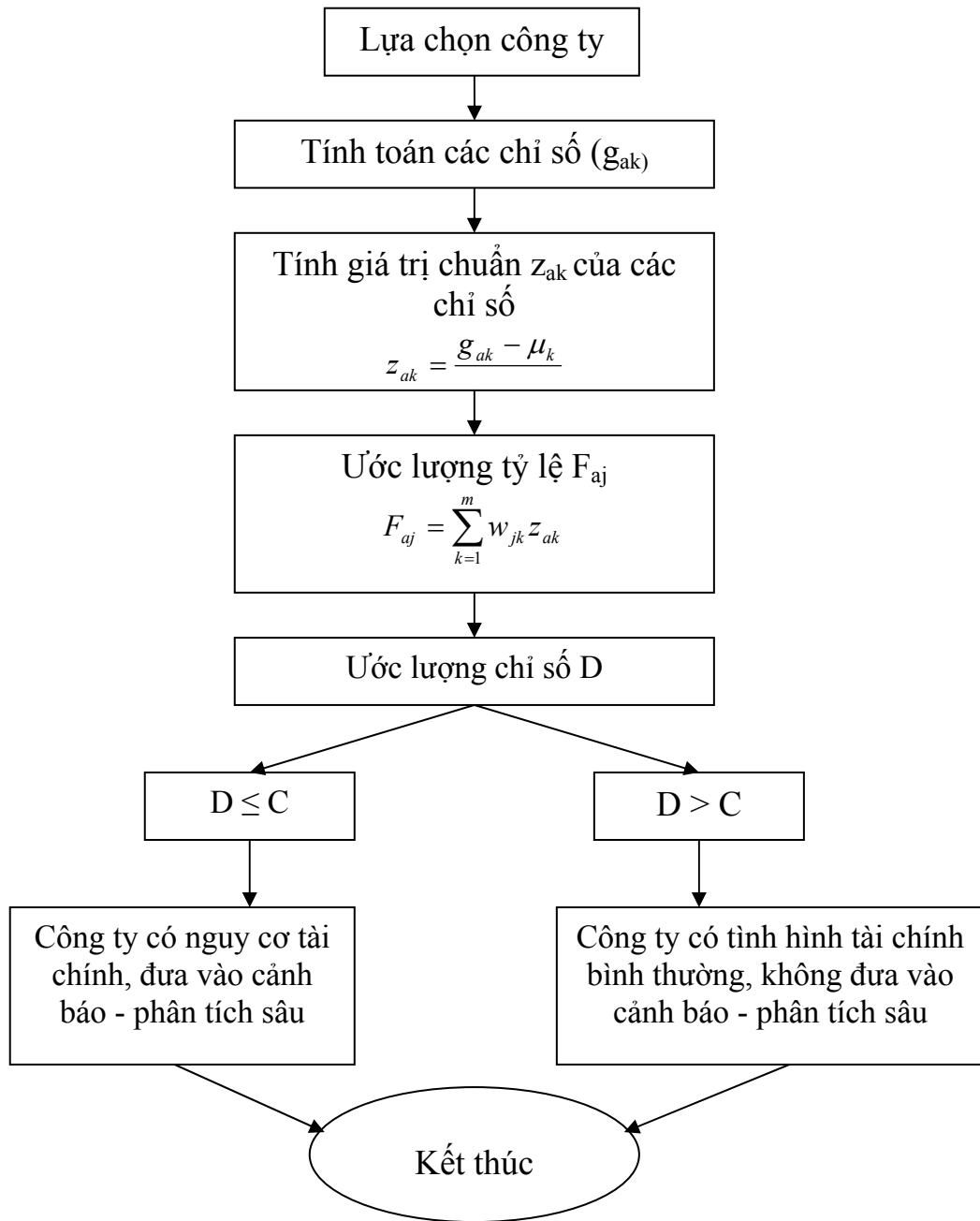
Như vậy, các công ty có thể phân loại thành hai nhóm như sau:

- Nếu tỷ lệ  $D \leq C$ , công ty thuộc nhóm đưa vào cảnh báo - phân tích sâu
- Nếu tỷ lệ  $D > C$ , công ty không thuộc nhóm đưa vào cảnh báo - phân tích sâu .

### **Xây dựng mô hình cảnh báo sớm**

Các phương pháp thống kê đa biến được dùng trong bài nghiên cứu (PCA và biệt số) có thể được sử dụng kết hợp thành một hệ thống để xây dựng mô hình cảnh báo sớm những nguy cơ tài chính. Sơ đồ 3.3 đưa ra mối quan hệ của hệ thống. Các tham số của mô hình gồm có: (1) giá trị trung bình ( $\mu_k$ ) và độ lệch chuẩn ( $\sigma_k$ ) của các chỉ số tài chính; (2) các hệ số tỷ lệ của ba nhân tố (khả năng sinh lời, cấu trúc nợ, và tăng trưởng) lấy từ mô hình PCA ( $w_{ik}$ ); và (3) các hệ số ước lượng của mô hình biệt số.

Khi phân tích một công ty mới dựa vào mô hình cảnh báo sớm, tất cả các tham số trong mô hình đều không đổi, chỉ có các chỉ số của công ty ( $g_{ak}$ ) thay đổi. Những chỉ số này là tám chỉ số cảnh báo sớm của các công ty. Như vậy, trong mô hình này, cần nhập vào tám chỉ số cảnh báo sớm của các công ty, sau đó, dựa vào kết quả để dự báo.



**Sơ đồ 3.3: Mô hình cảnh báo sớm nguy cơ tài chính của công ty**

Như vậy, xây dựng và ứng dụng mô hình cảnh báo sớm dựa vào những dấu hiệu thay đổi tình hình tài chính của các CTNY là hết sức cần thiết trong hoạt động giám sát thị trường chứng khoán. Mô hình sẽ hỗ trợ việc giám sát để phát hiện ra các công ty có vấn đề tài chính nghiêm trọng, từ đó, giúp các cơ quan quản lý thực hiện đưa chứng khoán niêm yết vào diện cảnh báo, công

bộ thông tin và đưa ra quyết định quản lý phù hợp với mục tiêu tổ chức quản lý và giám sát thị trường. Cách thức này sẽ khắc phục được hai vấn đề tại TTCKVN trong việc đưa ra cảnh báo đối với các chứng khoán niêm yết đã đề cập ở trên, bảo vệ tốt hơn nhà đầu tư trước rủi ro của các công ty niêm yết.

Qua nghiên cứu kinh nghiệm một số TTCK trên thế giới về nội dung, phương thức giám sát giao dịch chứng khoán và thực trạng vấn đề này ở TTCKVN, mô hình giám sát sẽ quyết định nội dung và phương thức giám sát ở mỗi cấp. Với việc đề xuất mô hình giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, UBCKNN và các tổ chức tự quản tiến hành một cách tương đối độc lập hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán, trên cơ sở phần mềm giám sát giao dịch, hệ thống chỉ tiêu giám sát và cơ sở dữ liệu phục vụ giám sát do SGDCK thiết lập. Nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN của UBCKNN và các SGDCK tương tự giống nhau, chỉ khác ở phạm vi giám sát. Do tính đặc thù của HHKDCK nên nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán được tiếp cận ở những khía cạnh khác.

### ***3.2.2.2. Nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán***

HHKDCK ở Việt Nam mới thành lập được 5 năm (ngày 14/5/2004). Đến nay, HHKDCK mới chỉ đóng vai trò làm đầu mối của các CTCK trong việc tham gia góp ý các văn bản pháp quy, đề xuất các giải pháp phát triển thị trường và hỗ trợ phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán. HHKDCK hiện nay chưa có chế tài và các điều kiện đảm bảo để thực hiện vai trò giám sát giao dịch chứng khoán.

Qua nghiên cứu kinh nghiệm thế giới, để giám sát tốt giao dịch chứng khoán, không thể thiếu được vai trò của HHKDCK. Vì vậy, cần nâng cao vai trò của HHKDCK trong các hoạt động của TTCKVN, trực tiếp liên quan đến vấn đề nghiên cứu là giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN.

Với giả định, điều kiện về pháp lý cho phép HHKDCK có vai trò đầy đủ hơn trong giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN tương tự như HHKDCK của các nước khác, HHKDCK ở Việt Nam với tư cách là chủ thể giám sát, sẽ giám sát theo các nội dung và phương thức như sau:

**a. Nội dung**

- Giám sát việc tuân thủ các quy định, quy tắc, chuẩn mực hành nghề của các thành viên là CTCK và người hành nghề kinh doanh chứng khoán.
- Tham gia giám sát giao dịch nội gián, giao dịch thao túng trên SGDCK có liên quan đến các CTCK là thành viên Hiệp hội.

**b. Phương thức giám sát**

Để thực hiện các nội dung giám sát trên, HHKDCK thông qua các phương thức sau:

- Đưa ra các quy định về người hành nghề và thành viên Hiệp hội. Thành viên của Hiệp hội (các CTCK) và người hành nghề chứng khoán (tư vấn, môi giới) phải tuân thủ các quy định do Hiệp hội đưa ra. Những quy định này thường bao gồm hai nhóm: nhóm các quy định về tiêu chuẩn người hành nghề, tiêu chuẩn làm thành viên và những nhóm các quy định về thông lệ và quy tắc giao dịch.

- Duy trì các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp đối với CTCK và người kinh doanh chứng khoán. Để giám sát các thành viên, HHKDCK sẽ tiến hành kiểm tra đầu vào, đăng ký và huỷ bỏ tư cách người hành nghề kinh doanh chứng khoán cũng như công nhận hay huỷ bỏ tư cách Hội viên của các CTCK khi các công ty này vi phạm quy định pháp luật có liên quan hoặc không còn đáp ứng đủ các tiêu chí và chuẩn mực do Hiệp hội đưa ra. Thông thường, các HHKDCK ban hành các bộ tiêu chuẩn về đạo đức nghề nghiệp để quản lý các thành viên của mình và giám sát việc thực hiện những quy tắc đó.

- Phối hợp với các SGDCK trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Trong phương thức này, HHKDCK chủ yếu giám sát các thành viên của Hiệp hội trong việc thực hiện các quy định liên quan đến giao dịch chứng khoán.

### **3.2.3. Nâng cao năng lực nhân sự thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán**

Nâng cao năng lực nhân sự thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán là cốt lõi của nâng cao năng lực chủ thể giám sát, bên cạnh hoàn thiện về thể chế và các điều kiện khác, bao gồm cả việc tăng về số lượng và chất lượng.

Với khối lượng công việc rất lớn, số lượng người làm công tác giám sát giao dịch chứng khoán ở các cấp giám sát phải đủ để đáp ứng yêu cầu. Với số lượng 19 người làm việc tại Ban Giám sát thuộc UBCKNN (tháng 4/2009) và 12 người làm việc ở bộ phận giám sát SGDCK TPHCM (cuối năm 2008) là không đủ để có thể thực hiện tốt công việc. Tại SESC (Nhật Bản), số người làm việc tại cơ quan giám sát thị trường chứng khoán này là 640 [57]. Như vậy, UBCKNN và các SGDCK cần có sự quy hoạch và lộ trình phát triển về nhân sự cho công tác giám sát giao dịch chứng khoán.

Về chất lượng, do tính chất đặc thù của công việc, người làm công tác giám sát giao dịch chứng khoán ở các cấp phải hội đủ hai yếu tố là tinh thần trách nhiệm và trình độ chuyên môn.

Tinh thần trách nhiệm của người làm công tác giám sát giao dịch chứng khoán được thể hiện qua sự khách quan, công tâm, liêm chính và cương quyết, nếu thiếu một trong các đức tính này, rủi ro đạo đức có thể xảy ra và tác động tiêu cực đến thị trường. Để tránh những rủi ro đạo đức có thể xảy ra, cần kết hợp việc tuyển chọn nhân sự, quán triệt vấn đề đạo đức nghề nghiệp và xây dựng quy trình, thủ tục giám sát một cách hệ thống, tạo điều kiện phát huy tính chủ động của công việc nhưng cũng đảm bảo sự minh bạch.

Để đảm bảo nhân sự thực hiện giám sát giao dịch có trình độ chuyên môn cao, cần chú trọng cả khâu tuyển dụng và đào tạo, bồi dưỡng. Do đặc thù của công tác, thông tin về hoạt động giám sát luôn là vấn đề nhạy cảm và bí mật, vì vậy, khó có thể học tập kỹ năng và kinh nghiệm giám sát của nước ngoài qua việc tham quan khảo sát ngắn ngày. Việc đào tạo và bồi dưỡng rất cần gắn với thực hành, thực tập tại cơ quan giám sát của các TTCK phát triển trên thế giới, trong những khoảng thời gian dài hợp lý, tránh lãng phí và không hiệu quả. Đây là nội dung rất quan trọng cần phải đẩy mạnh trong các hoạt động hợp tác song phương và đa phương với các tổ chức và các TTCK trên thế giới.

Cơ sở để duy trì số lượng nhân sự, phát huy tinh thần trách nhiệm và trình độ chuyên môn, cần có sự đầu tư về kinh phí, đặc biệt là cơ chế thu nhập đặc thù cho người làm công tác giám sát. Nếu chỉ duy trì cơ chế tài chính trong khuôn khổ ngân sách nhà nước và cơ chế lương theo ngạch bậc công chức hiện nay, khó có thể tuyển chọn, duy trì và phát huy hết khả năng và tâm huyết của những người có đạo đức nghề nghiệp và trình độ chuyên môn cao ở các bộ phận giám sát giao dịch chứng khoán.

### **3.2.4. Xây dựng cơ sở dữ liệu và phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán**

Theo kinh nghiệm giám sát giao dịch tại các TTCK phát triển, một trong những bí quyết để giám sát một cách hiệu quả là tổ chức hoạt động giám sát sao cho việc thu thập thông tin là nhanh nhất và đơn giản nhất [56], [57], [80]. Điều này có liên quan đến chỉ tiêu đánh giá hiệu quả của giám sát giao dịch chứng khoán là khả năng *phát hiện sớm* và *chính xác* các giao dịch nghi vấn. Để thực hiện mục tiêu này, cần phải thiết lập và ứng dụng phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán hiện đại, đồng thời, phát triển hệ thống cơ sở dữ liệu giám sát. Phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán sẽ cho



phép cài đặt tự động các chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán, có khả năng kết nối hệ thống cơ sở dữ liệu được tích hợp từ hệ thống giao dịch, hệ thống công bố thông tin và hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ chứng khoán. Đây là yêu cầu rất quan trọng nhằm hướng tới mục tiêu nâng cao khả năng *phát hiện sớm và chính xác* các giao dịch nghi vấn. Với việc xây dựng cơ sở dữ liệu và ứng dụng phần mềm giám sát, việc xác minh, xử lý vi phạm cũng dễ dàng hơn do thông tin được lưu giữ và truy xuất nhanh chóng, kèm theo đó là khả năng bảo mật dữ liệu cũng được đảm bảo.

Cơ sở dữ liệu là hệ thống được tích hợp bởi ba hệ thống là hệ thống giao dịch, hệ thống công bố thông tin và hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán. *Việc xây dựng cơ sở dữ liệu thuộc trách nhiệm của các SGDCK, có sự phối hợp với TTLKCK.*

Hệ thống giao dịch và công bố thông tin có mối quan hệ mật thiết đối với hệ thống giám sát do vai trò của nó trong việc cung cấp toàn bộ các dữ liệu về giao dịch và công bố thông tin phục vụ cho công tác giám sát giao dịch chứng khoán. Các thông tin có được từ hệ thống giao dịch bao gồm:

- Thông tin về giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài và các số liệu giao dịch khác của toàn bộ thị trường.

- Thông tin về giao dịch của thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Kế toán trưởng, Ban kiểm soát của tổ chức niêm yết và những người có liên quan. Thông tin này bao gồm ngày, giờ thực hiện giao dịch, khối lượng giao dịch, phương thức giao dịch, duy trì điều kiện niêm yết của các tổ chức niêm yết và công bố thông tin của các đối tượng có liên quan.

- Thông tin về giá và khối lượng giao dịch thực hiện trong từng phiên giao dịch, theo dõi và giám sát các hoạt động nhập lệnh giao dịch của thành viên. Các dữ liệu có được từ hệ thống giao dịch gồm khối lượng đặt, khối lượng khớp của các CTCK... góp phần theo dõi tình hình giao dịch tự doanh, môi giới của các thành viên thị trường.

Thông tin hệ thống lưu kí - thanh toán bù trừ chứng khoán hỗ trợ cho hệ thống giám sát gồm:

- Thông tin chi tiết số chứng khoán lưu kí ban đầu của mỗi cổ đông của tổ chức niêm yết. Căn cứ vào thông tin chi tiết số chứng khoán lưu kí ban đầu này, hệ thống giám sát sẽ dùng chương trình kết hợp dữ liệu giao dịch phát sinh để biết được chi tiết số dư chứng khoán trên từng tài khoản của nhà đầu tư. Hầu hết các TTCK trên thế giới đều cho phép nhà đầu tư được mở đồng thời nhiều tài khoản giao dịch nhưng chỉ được mở một tài khoản lưu ký, hệ thống lưu ký một cấp sẽ quản lý đến từng tài khoản của nhà đầu tư.

- Thông tin chứng khoán trên tài khoản của thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Ban kiểm soát, Kế toán trưởng, cổ đông lớn của các tổ chức niêm yết và những người có liên quan. Khi số dư chứng khoán trên các tài khoản của đối tượng trên có sự thay đổi, hệ thống máy xử lí sẽ tự động phát hiện và đưa ra thông báo để nhân viên giám sát biết và kiểm tra lại.

- Thông tin chứng khoán lưu kí của đối tượng cần theo dõi theo yêu cầu như chứng khoán lưu kí khi nào, số lượng nắm giữ có đủ lớn để thâm tóm công ty hay không, tình hình luân chuyển chứng khoán trên tài khoản.

- Dữ liệu thống kê những nhà đầu tư nắm giữ nhiều cổ phiếu để đo lường mức độ ảnh hưởng, tính toán sự lời, lỗ trên các tài khoản này, từ đó đánh giá tác động rủi ro có thể có đối với thị trường cũng như dự đoán xu hướng biến động của chứng khoán niêm yết.

Do TTCKVN được xây dựng và phát triển sau các TTCK phát triển trên thế giới hàng trăm năm, vì vậy, cách tốt nhất để có phần mềm giám sát giao dịch chứng khoán hiện đại, kết nối tốt với hệ thống cơ sở dữ liệu là mua phần mềm của nước ngoài và thuê chuyên gia tư vấn quốc tế. Tuy nhiên, để làm được điều này, cơ quan quản lý thị trường phải đối mặt với hai vấn đề:

*Một là*, định hướng phát triển của TTCKVN sẽ theo chuẩn mực nào. Mỗi TTCK phát triển trên thế giới đều đi theo những chuẩn mực riêng biệt. Theo đó, sự khác nhau chủ yếu là về tổ chức của hệ thống quản lý thị trường và giám sát giao dịch, chuẩn mực của hệ thống giao dịch tương ứng với mỗi cấu trúc của TTCK như SGDCK, thị trường OTC, kèm theo đó là chuẩn mực của hệ thống cơ sở dữ liệu tích hợp của nhiều hệ thống liên quan. Điều này còn liên quan đến khả năng kết nối giao dịch và giám sát giao dịch chứng khoán với các TTCK trong khu vực và trên thế giới. Định hướng lâu dài phát triển TTCKVN theo chuẩn của Hoa Kỳ, Nhật Bản, Hàn Quốc hay của bất cứ TTCK phát triển nào, cần một sự cân nhắc kỹ lưỡng và tầm nhìn tổng thể chiến lược. Trên cơ sở đó, Chính phủ và các cơ quan chức năng lựa chọn hệ thống phần mềm giám sát, giao dịch và các hệ thống liên quan để ứng dụng cho Việt Nam. Bên cạnh đó, để thực hiện thành công việc chuyển giao công nghệ, cần phải lựa chọn và thuê chuyên gia tư vấn quốc tế cho các cơ quan quản lý thị trường và giám sát giao dịch chứng khoán của Việt Nam.

*Hai là*, nguồn kinh phí để trang bị các hệ thống phần mềm và thuê chuyên gia tư vấn quốc tế. Nguồn kinh phí này sẽ được kiến nghị ở nội dung *cơ chế tài chính cho giám sát giao dịch chứng khoán* được trình bày ở phần sau của luận án.

### **3.2.5. Đề xuất hệ thống chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán**

Các chỉ tiêu giám sát tuân thủ quy định về quy trình giao dịch chứng khoán và công bố thông tin (được trình bày ở Chương 2) bao gồm cả các chỉ tiêu cảnh báo, kiểm soát, tạm ngừng giao dịch hoặc đình chỉ giao dịch. Đồng thời, cần xây dựng hệ thống chỉ tiêu giám sát nhằm phát hiện sớm các dấu hiệu giao dịch nội gián và giao dịch thao túng thị trường. Do không thể được tiếp cận bộ chỉ tiêu giám sát giao dịch gồm 41 chỉ tiêu của SGDCK TPHCM

(Chương 2 đã lý giải nguyên nhân do chỉ tiêu giám sát giao dịch thuộc loại thông tin mật, không được công bố, mặc dù chỉ có một số ít của 41 chỉ tiêu này được ứng dụng trên thực tế), hệ thống chỉ tiêu giám sát giao dịch được đề xuất trên cơ sở tham khảo kinh nghiệm nước ngoài và thực tiễn giao dịch chứng khoán tại TTCKVN, vì vậy, một cách hoàn toàn ngẫu nhiên có thể trùng lặp hoặc không trùng lặp với các chỉ tiêu của SGDCK TPHCM.

Mặc dù có nhiều cách tiếp cận trong việc xây dựng chỉ tiêu giám sát giao dịch, song, giá và khối lượng chứng khoán giao dịch luôn là căn cứ tốt nhất, vì giá và khối lượng chứng khoán giao dịch phản ánh mọi biến động của thị trường. Các chỉ tiêu này được chia thành 3 phần là *chỉ tiêu giám sát trong ngày*, *chỉ tiêu giám sát nhiều ngày* và *chỉ tiêu giám sát giao dịch nội gián khi có thông tin nhạy cảm được công bố*.

### **3.2.5.1. Chỉ tiêu giám sát trong ngày**

#### **a. Chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán biến động bất thường trong ngày**

1. Khối lượng đặt mua tăng  $\geq x\%$ , trong khi khối lượng đặt bán giảm  $\geq x\%$
2. Khối lượng đặt mua giảm  $\geq x\%$ , trong khi khối lượng đặt bán tăng  $\geq x\%$
3. Khối lượng đặt mua tăng (giảm)  $\geq x\%$ , trong khi khối lượng đặt bán biến động không đáng kể
4. Khối lượng đặt mua biến động không đáng kể, trong khi khối lượng đặt bán tăng (giảm)  $\geq x\%$
5. Khối lượng đặt mua tăng  $\geq x\%$  trong khi khối lượng đặt bán cũng tăng  $\geq x\%$
6. Khối lượng đặt mua giảm  $\geq x\%$  trong khi khối lượng đặt bán cũng giảm  $\geq x\%$
7. Khi khối lượng đặt mua giá trần chiếm tỷ trọng  $\geq x\%$  trong tổng khối lượng đặt mua
8. Khi khối lượng đặt bán giá sàn chiếm tỷ trọng  $\geq x\%$  trong tổng khối lượng đặt bán

9. Chứng khoán có giá dự kiến khớp lệnh tăng trần và mức tăng  $\geq x\%$  so với biên độ giao động giá, so với thời điểm ngay trước đó trong 5 phút cuối phiên

10. Chứng khoán có giá dự kiến khớp lệnh giảm sàn và mức giảm  $\geq x\%$  so với biên độ giao động giá, so với thời điểm ngay trước đó trong 5 phút cuối phiên

11. Chứng khoán có giá dự kiến khớp lệnh tăng đột ngột  $\geq x\%$  của biên độ giao động giá và xảy ra n lần trong phiên

12. Chứng khoán có giá dự kiến khớp lệnh giảm đột ngột  $\geq x\%$  của biên độ giao động giá và xảy ra n lần trong phiên.

13. Xác định mẫu giao dịch chuẩn của khối lượng trong ngày, trên cơ sở đối chiếu giao dịch trong ngày với mẫu giao dịch chuẩn, đưa ra cảnh báo cuối phiên trong trường hợp khối lượng giao dịch trong ngày không theo xu hướng biến động của mẫu giao dịch chuẩn và vượt khỏi mức sai số cho phép về thời gian trong khoảng T (T là thời gian chọn để xác định mẫu giao dịch chuẩn, có thể lựa chọn theo khoảng thời gian hay theo một giai đoạn tùy thuộc vào y/c người sử dụng).

Công thức xác định mẫu giao dịch chuẩn: Xem phụ lục. Hình thức cảnh báo: dạng đồ thị, bảng (có mã cảnh báo).

14. Xác định mẫu giao dịch chuẩn của giá tạm khớp trong ngày, trên cơ sở đối chiếu giao dịch trong ngày với mẫu giao dịch chuẩn, đưa ra cảnh báo cuối phiên trong trường hợp mẫu biến động giá tạm khớp trong ngày không theo xu hướng biến động của mẫu giao dịch chuẩn (thời gian T-là thời gian chọn để xác định mẫu giao dịch chuẩn, có thể lựa chọn theo khoảng thời gian hay theo một giai đoạn tùy thuộc vào yêu cầu người sử dụng).

Công thức xác định mẫu giao dịch chuẩn như tiêu chí 13. Hình thức cảnh báo: dạng đồ thị, bảng (có mã cảnh báo).

15. Xác định mẫu giao dịch chuẩn, trên cơ sở đó đối chiếu với khối lượng tạm khớp trong phiên trong trường hợp vượt quá giới hạn  $\pm n$  CP (khối lượng). Công thức xác định mẫu giao dịch chuẩn như tiêu chí 13.

Hình thức cảnh báo: dạng đồ thị, bảng

16. Xác định mẫu giao dịch chuẩn của giá tạm khớp trong phiên, trên cơ sở đó đối chiếu với giá tạm khớp trong phiên trong trường hợp vượt quá giới hạn  $\pm n$  đơn vị yết giá.

Công thức xác định mẫu GD chuẩn như tiêu chí 13.

Hình thức cảnh báo: dạng đồ thị, bảng

17. Xác định chứng khoán có giá dự kiến khớp lệnh tăng hoặc giảm đột ngột so với mức biến động chuẩn trong từng khoảng thời gian trong phiên giao dịch. Sự biến động này kèm theo biến động về khối lượng giao dịch.

Công thức xác định mẫu giao dịch chuẩn như tiêu chí 13.

18. Đường xu hướng biến động giá của một loại chứng khoán ngược với đường xu hướng biến động của chỉ số giá (các đường xu hướng được xác định bằng phương pháp trung bình trượt - Xem phụ lục).

19. Phát hiện cổ phiếu có khối lượng biến động bất thường trong phiên : Áp dụng công thức tương tự theo dõi biến động giá.

**b. Chỉ tiêu giám sát giám sát Tài khoản nhà đầu tư có giao dịch bất thường trong ngày**

20. Tài khoản đặt mua với khối lượng  $\geq n$  CP và được đặt ở mức giá trần.

21. Tài khoản đặt bán với khối lượng  $\geq n$  CP và được đặt ở mức giá sàn.

22. Lệnh giao dịch làm thay đổi mức giá dự kiến khớp  $\geq n$  CP (lệnh được nhập vào ngay trước khi giá dự kiến khớp lệnh thay đổi).

23. Lệnh giao dịch duy nhất nhằm tạo giá và khớp lệnh giao dịch cho chứng khoán, chứng khoán này không có giao dịch trong n phiên liên tiếp.

24. Khi tỷ lệ khối lượng đặt bán tự doanh chứng khoán của 1 thành viên trong phiên  $\geq x\%$  so với tổng khối lượng đặt bán trong phiên của toàn thị trường (Toàn bộ các mã chứng khoán)
25. Khi tỷ lệ khối lượng đặt mua tự doanh chứng khoán của 1 thành viên trong phiên  $\geq x\%$  so với tổng khối lượng đặt mua trong phiên của toàn thị trường (Toàn bộ các mã chứng khoán).
26. Khi tỷ lệ giao dịch tự doanh của 1 thành viên trong phiên  $\geq x\%$  so với tổng khối lượng giao dịch của toàn thị trường (Toàn bộ các mã chứng khoán).
27. Khi tỷ lệ khối lượng đặt bán tự doanh 1 loại chứng khoán của 1 thành viên trong phiên  $\geq x\%$  so với tổng khối lượng đặt bán loại CK đó trong phiên của toàn thị trường.
28. Khi tỷ lệ khối lượng đặt mua tự doanh 1 loại chứng khoán của 1 thành viên trong phiên  $\geq x\%$  so với tổng khối lượng đặt mua loại CK đó trong phiên của toàn thị trường.

Khi tỷ lệ giao dịch tự doanh 1 loại CK của 1 thành viên trong phiên  $\geq x\%$  so với tổng khối lượng giao dịch loại CK đó của toàn thị trường.

### ***3.2.5.2. Chỉ tiêu giám sát giao dịch nhiều ngày***

#### **a. Chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán biến động bất thường**

29. Khi tổng khối lượng chứng khoán toàn thị trường được giao dịch trong tuần giảm  $\geq x\%$  so với tuần trước đó.
30. Khi khối lượng 1 chứng khoán được giao dịch trong tuần giảm  $\geq x\%$  so với tuần trước đó.
31. Khi tổng khối lượng chứng khoán toàn thị trường được giao dịch trong tuần tăng  $\geq x\%$  so với tuần trước đó.
32. Khi khối lượng 1 chứng khoán được giao dịch trong tuần tăng  $\geq x\%$  so với tuần trước đó.

33. Khi tổng khối lượng chứng khoán toàn thị trường được giao dịch trong tháng giảm  $\geq x\%$  so với tháng trước đó.
34. Khi khối lượng giao dịch 1 chứng khoán trong tháng trên thị trường giảm  $\geq x\%$  so với tháng trước đó.
35. Khi tổng khối lượng chứng khoán toàn thị trường được giao dịch trong tháng tăng  $\geq x\%$  so với tháng trước đó.
36. Khi khối lượng 1 chứng khoán được giao dịch trong tháng trên thị trường tăng  $\geq x\%$  so với tháng trước đó.
37. Khi tổng khối lượng chứng khoán toàn thị trường được giao dịch trong quý giảm  $\geq x\%$  so với kỳ trước đó.
38. Khi khối lượng giao dịch 1 chứng khoán trong quý trên thị trường giảm  $\geq x\%$  so với kỳ trước đó.
39. Khi tổng khối lượng chứng khoán toàn thị trường được giao dịch trong quý tăng  $\geq x\%$  so với kỳ trước đó.
40. Khi khối lượng 1 chứng khoán được giao dịch trong quý trên thị trường tăng  $\geq x\%$  so với kỳ trước đó.
41. Khi tổng khối lượng chứng khoán toàn thị trường được giao dịch trong năm giảm  $\geq x\%$  so với kỳ trước đó.
42. Khi khối lượng giao dịch 1 chứng khoán trong năm trên thị trường giảm  $\geq x\%$  so với kỳ trước đó.
43. Khi tổng khối lượng chứng khoán toàn thị trường được giao dịch trong năm tăng  $\geq x\%$  so với kỳ trước đó.
44. Khi khối lượng 1 chứng khoán được giao dịch trong năm trên thị trường tăng  $\geq x\%$  so với kỳ trước đó.
45. Khi khối lượng GD toàn thị trường trong tuần (có mức tăng)  $\geq x\%$ , trong khi khối lượng GD 1 loại cổ phiếu giảm  $\geq y\%$
46. Khi khối lượng GD toàn thị trường trong tuần (có mức giảm)  $\geq x\%$ ,



trong khi khối lượng GD 1 loại cổ phiếu tăng  $\geq y$  %

47. Khi khối lượng GD toàn thị trường trong tháng (có mức tăng)  $\geq x$  %, trong khi khối lượng GD 1 loại cổ phiếu giảm  $\geq y$  %

48. Khi khối lượng GD toàn thị trường trong tháng (có mức giảm)  $\geq x$  %, trong khi khối lượng GD 1 loại cổ phiếu tăng  $\geq y$  %

49. Khi khối lượng GD toàn thị trường trong quý (có mức tăng)  $\geq x$  %, trong khi khối lượng GD 1 loại cổ phiếu giảm  $\geq y$  %

50. Khi khối lượng GD toàn thị trường trong quý (có mức giảm)  $\geq x$  %, trong khi khối lượng GD 1 loại cổ phiếu tăng  $\geq y$  %

51. Khi khối lượng GD toàn thị trường của năm (có mức tăng)  $\geq x$  %, trong khi khối lượng GD 1 loại cổ phiếu giảm  $\geq y$  %

52. Khi khối lượng GD toàn thị trường của năm (có mức giảm)  $\geq x$  %, trong khi khối lượng GD 1 loại cổ phiếu tăng  $\geq y$  %

53. Giá khớp lệnh một loại chứng khoán tăng trần trong n phiên liên tiếp.

54. Giá khớp lệnh một loại chứng khoán giảm sàn trong n phiên liên tiếp.

55. Chứng khoán có mức chênh lệch (%) giữa giá đặt mua cao nhất và giá chào bán thấp nhất vượt quá x% trong n phiên liên tiếp.

56. Khi giá chứng khoán có diễn biến ngược với chỉ số chung của thị trường trong n phiên liên tiếp (Kể cả trường hợp chỉ số chung của thị trường không thay đổi còn giá chứng khoán biến động và trường hợp chỉ số chung của thị trường thay đổi còn giá chứng khoán đứng yên) - Cách tính: xem phụ lục.

#### **b. Chỉ tiêu giám sát Tài khoản giao dịch bất thường**

57. Tài khoản liên tiếp đặt mua với giá trần trong n phiên liên tiếp

58. Tài khoản liên tiếp đặt bán với giá sàn trong n phiên liên tiếp

59. Tài khoản liên tiếp đặt bán với giá trần trong n phiên liên tiếp

60. Tài khoản liên tiếp đặt mua với giá sàn trong n phiên liên tiếp

61. Tài khoản liên tiếp đặt mua  $\geq x$  % trong phiên n phiên liên tiếp.

62. Tài khoản liên tiếp đặt bán  $\geq x\%$  trong phiên n phiên liên tiếp.
63. Tài khoản liên tiếp đặt mua với khối lượng tối đa trong n phiên liên tiếp.
64. Tài khoản liên tiếp đặt bán với khối lượng tối đa trong n phiên liên tiếp
65. Tài khoản thực hiện mua vào với giá cao ở phiên trước và bán lại với giá thấp ở phiên sau và được thực hiện liên tiếp trong n phiên
66. Tài khoản thực hiện mua vào với giá cao ở ngày giao dịch trước và bán lại với giá thấp ở ngày giao dịch sau và được thực hiện liên tiếp trong n ngày
67. Tài khoản có tỷ lệ tham gia đặt lệnh mua một loại chứng khoán  $\geq x\%$  trở lên so với tổng lệnh đặt mua loại CK đó của thị trường trong 1 phiên giao dịch và diễn ra trong n phiên liên tiếp.
68. Tài khoản có tỷ lệ tham gia đặt lệnh bán một loại chứng khoán  $\geq x\%$  trở lên so với tổng lệnh đặt bán loại CK đó của thị trường trong 1 phiên giao dịch và diễn ra trong n phiên liên tiếp.
69. Tài khoản có tỷ lệ tham gia đặt lệnh mua 1 loại chứng khoán  $\geq x\%$  trở lên so với tổng lệnh đặt mua loại CK đó của thị trường trong khoảng thời gian n phiên.
70. Tài khoản có tỷ lệ tham gia đặt lệnh bán 1 loại chứng khoán  $\geq x\%$  trở lên so với tổng lệnh đặt bán loại CK đó của thị trường trong khoảng thời gian n phiên.
71. Tài khoản có tỷ lệ giao dịch 1 loại chứng khoán chiếm  $\geq x\%$  trở lên so với tổng khối lượng giao dịch loại CK đó của thị trường trong 1 phiên giao dịch và diễn ra trong n phiên liên tiếp.
72. Tài khoản có tỷ lệ giao dịch 1 loại chứng khoán trong n phiên so với tổng khối lượng giao dịch loại chứng khoán đó của thị trường  $\geq x\%$ .
- 3.2.5.3. Chỉ tiêu giám sát giao dịch nội gián khi có thông tin nhạy cảm được công bố**
73. Tài khoản có giá hoặc khối lượng chứng khoán giao dịch tăng đáng kể trong ngày trước khi công bố thông tin

74. Tài khoản có giá hoặc khối lượng chứng khoán giao dịch giảm đáng kể trong ngày trước khi công bố thông tin
75. Tài khoản có giá hoặc khối lượng chứng khoán giao dịch tăng đáng kể trong n ngày trước khi công bố thông tin
76. Tài khoản có giá hoặc khối lượng chứng khoán giao dịch giảm đáng kể trong n ngày trước khi công bố thông tin
77. Tài khoản có giá hoặc khối lượng chứng khoán giao dịch tăng đáng kể ngay khi công bố thông tin
78. Tài khoản có giá hoặc khối lượng chứng khoán giao dịch giảm đáng kể ngay khi công bố thông tin

Chỉ tiêu giám sát là hệ thống các quy định nhằm lượng hóa các dấu hiệu, qua đó, có thể nhận biết sự bất thường trong hoạt động giao dịch chứng khoán. Hệ thống chỉ tiêu giám sát là công cụ hỗ trợ cho giám sát giao dịch chứng khoán. Hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán càng phát triển và nâng cao hiệu quả khi hệ thống chỉ tiêu càng hoàn thiện và được ứng dụng.

Việc thực hiện đồng bộ các giải pháp trên có ý nghĩa quan trọng trong việc tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN. Để thực hiện đồng bộ các giải pháp, không thể thiếu các điều kiện, gắn với những lộ trình thực hiện một cách khoa học.

### **3.3. ĐIỀU KIỆN THỰC HIỆN GIẢI PHÁP**

#### **3.3.1. Điều chỉnh chiến lược phát triển Thị trường Chứng khoán**

Đề án chiến lược phát triển Thị trường vốn, trong đó nội dung cơ bản là phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010, tầm nhìn đến năm 2020 được Thủ tướng Chính Phủ ký ban hành tại Quyết định số 128/QĐ-TTg ngày 02/8/2007. Đến nay, những nội dung cơ bản của Đề án vẫn phù hợp và là khuôn khổ mang tính chiến lược cho sự phát triển của TTCKVN. Tuy nhiên, do những yếu tố trong nước và quốc tế, TTCKVN đã diễn biến vượt

khởi những dự báo và chiến lược phát triển như đã phân tích ở Chương 2, mục 2.1.1. Điều đó dẫn đến sự cần thiết phải điều chỉnh *chiến lược phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2020*, ở cả một số mục tiêu chiến lược và lộ trình thực hiện chiến lược.

Chiến lược phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2020 cần được điều chỉnh theo các nguyên tắc:

- Phù hợp với định hướng chiến lược phát triển kinh tế - xã hội
- Theo chuẩn mực quốc tế
- Tập trung hoàn thiện cấu trúc thị trường
- Tính công khai, minh bạch của thị trường là mục tiêu quan trọng nhất
- Thúc đẩy thị trường tài chính phát triển

Với những nguyên tắc trên, trọng tâm định hướng chiến lược phát triển TTCKVN giai đoạn 2010-2020 cần được điều chỉnh là:

*Thứ nhất*, định hướng quy mô vốn hóa thị trường. Với sự phát triển mạnh mẽ về quy mô vốn hóa thị trường trong thời gian qua, cần định hướng đến năm 2015, quy mô vốn hóa khoảng 50%GDP và đến năm 2020, quy mô vốn hóa khoảng 65%GDP.

*Thứ hai*, hoàn thiện cấu trúc thị trường. Theo thông lệ quốc tế và đặc thù Việt Nam, cần xác định rõ cấu trúc TTCKVN. Theo đó, TTCKVN sẽ bao gồm SGDCK TPHCM, SGDCK Hà Nội, Thị trường OTC, Thị trường trái phiếu chuyên biệt.

*Thứ ba*, việc chuyển đổi sở hữu cần có lộ trình. Việc chuyển đổi từ các DNNN hoặc các mô hình thuộc sở hữu nhà nước khác sang sở hữu tư nhân, sở hữu cổ phần thời gian qua có phần thiếu lộ trình, khi thì “ồ ạt”, khi thì “hạn chế”. Những mô hình có thể xem xét chuyển đổi theo lộ trình là công ty TNHH nhà nước một thành viên, CTCP, CTCP đại chúng. Thời gian chuyển đổi cần theo lộ trình tăng quy mô vốn hóa thị trường và sự phát triển của TTCK.

*Thứ tư*, phát triển hệ thống công nghệ thông tin ứng dụng trong giao dịch chứng khoán một cách đồng bộ, theo tiêu chuẩn quốc tế. Trong đó, đồng thời quy trì giao dịch có sàn, kết hợp giao dịch từ xa, phát triển giao dịch trực tuyến, chuyển đổi hệ thống đăng ký, lưu ký chứng khoán sang một cấp.

*Thứ năm*, phát triển các trung gian tài chính theo hướng nâng cao năng lực. Theo hướng này, các CTCK cần được tăng quy mô vốn, nâng cao tính chuyên nghiệp trong hoạt động. Cần đa dạng hóa các loại hình QĐT như quỹ đóng, quỹ mở, quỹ mạo hiểm. Bên cạnh đó, đã đến lúc phải thành lập các tổ chức phụ trợ, nhất là các tổ chức định mức tín nhiệm.

*Thứ sáu*, định hướng rõ ràng về sự tham gia của các loại hình nhà đầu tư tổ chức, nhất là các tổ chức có quy mô vốn lớn như ngân hàng, công ty bảo hiểm. Đồng thời, thu hút các nhà đầu tư cá nhân đầu tư vốn thông qua các QĐT đại chúng, ở các loại hình khác nhau.

Việc điều chỉnh chiến lược phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2020 sẽ tạo ra khuôn khổ mang tính định hướng cho các hoạt động của TTCKVN một cách lâu dài và hệ thống, đồng thời, cũng định hướng tốt hơn cho việc tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN trong tương lai.

### **3.3.2. Hoàn thiện khung pháp lý cho giám sát giao dịch chứng khoán**

Khung pháp lý cho giám sát giao dịch chứng khoán là hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật, bao gồm nhiều Bộ Luật và Luật điều chỉnh một phần hoặc toàn bộ hoạt động của nhiều đối tượng khác nhau trên thị trường chứng khoán, kể cả chủ thể giám sát và đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán. Các văn bản quy phạm pháp luật này gồm có Luật Chứng khoán (2006), Luật doanh nghiệp (2005), Luật Dân sự (2005), Luật Đầu tư (2005), Luật các tổ chức tín dụng (2004), Luật Hình sự (1999) và các luật khác. Bên cạnh đó là hệ thống các quy định về cổ phần hóa DNNN, quy định về quản lý ngoại hối và các văn bản dưới luật do Chính phủ và các cơ quan quản lý Nhà nước ban

hành. Bộ Tài chính, UBCKNN và các SGDCK cũng đã ban hành một số quy định liên quan đến giao dịch chứng khoán như quy định về điều kiện niêm yết, quy chế công bố thông tin, quy chế giao dịch chứng khoán trên SGDCK. Như vậy, việc nghiên cứu, đề xuất kiến nghị hoàn thiện khung pháp lý cho giám sát giao dịch trên TTCKVN cần phải coi *giám sát giao dịch trên TTCKVN* là trục vấn đề chính, từ đó, xem xét các văn bản quy phạm pháp luật và quy định, quy chế theo trục vấn đề chính này.

### **3.3.2.1. Sửa đổi Luật Chứng khoán**

Trong thời gian qua, có nhiều ý kiến về việc sửa đổi Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn thực hiện Luật Chứng khoán, tuy nhiên, liên quan đến vấn đề giám sát giao dịch chứng khoán, cần quan tâm đến những nội dung sau:

- Hiện nay, TTCKVN đã phát triển mạnh về lượng và chất, có vai trò và ảnh hưởng ngày càng lớn đến phát triển kinh tế - xã hội của Việt Nam, việc quản lý, phát triển và giám sát thị trường đòi hỏi một bộ máy UBCKNN có cơ chế mạnh trong việc ra quyết định và ban hành văn bản pháp quy. Chính phủ cần nhanh chóng trình Quốc Hội việc tách UBCKNN ra khỏi Bộ Tài chính, chuyển thành Ủy ban thuộc Chính phủ, đây cũng là mô hình được thực hiện ở hầu hết các TTCK trên thế giới.

- Sửa đổi, bổ sung một số nội dung liên quan đến công bố thông tin, theo hướng mở rộng đối tượng công bố thông tin, kiểm duyệt chất lượng thông tin công bố.

Ngoài các đối tượng phải công bố thông tin theo quy định của Luật chứng khoán, cần mở rộng sang đối tượng là cá nhân liên quan (cổ đông nội bộ và người liên quan theo quy định), trong các quan hệ kinh tế của cá nhân liên quan với chính CTNY nếu có hợp đồng.

Về kiểm duyệt chất lượng thông tin công bố, các báo cáo tài chính hàng quý cần có sự soát xét của công ty kiểm toán để đảm bảo tính chính xác của

những nội dung chính, các báo cáo tài chính định kỳ 6 tháng phải được kiểm toán thay vì quy định kiểm toán báo cáo hàng năm như hiện nay. Tính đến hết ngày 27/3/2009, có 88 doanh nghiệp niêm yết đã công bố báo cáo tài chính năm 2008 kiểm toán, trong đó 69 doanh nghiệp (chiếm 75%) có sự chênh lệch về lợi nhuận sau thuế giữa báo cáo tài chính kiểm toán và báo cáo tài chính sơ bộ công bố trước đó [48]. Các CTNY không chấp hành đúng các quy định về công bố thông tin cần bị xử phạt nặng hơn so với quy định hiện nay, do tình trạng thiếu nghiêm túc trong chấp hành quy định về công bố thông tin rất đáng báo động. Số lượng công ty công bố đúng hạn báo cáo tài chính quý 4-2008 ở Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội là 131/168 công ty. Với sàn giao dịch TP HCM, lượng đúng hạn còn thấp hơn, chỉ có 104/170 công ty. Hiện tại, theo số liệu chính thức của UBCKNN, số lượng CTNY có website đều trên 95%. Tuy nhiên, các thông tin trên rất nhiều trang web sơ sài, không cập nhật, thậm chí có website không truy cập được [52].

Về lâu dài, báo cáo tài chính tại Việt Nam cần thực hiện theo Chuẩn Mục Báo cáo tài chính Quốc Tế (IFRS), như vậy, chuẩn mục báo cáo tài chính theo chế độ kế toán của Việt Nam cũng phải sửa đổi cho phù hợp thông lệ quốc tế.

**Bảng 3.3: Một số doanh nghiệp có chênh lệch lợi nhuận sau thuế năm 2008**

*Đơn vị: Tỷ đồng*

Mã CK	LNST đã kiểm toán	LNST chưa kiểm toán	Chênh lệch	
			Tỷ đồng	%
STB	954,8	1.069,1	-114,4	-12,0
ABT	22,6	41,6	-18,9	-84,0
CII	132,8	147,3	-14,5	-10,9
TDH	212,0	199,1	12,9	6,1
VTV	34,2	24,6	9,6	28,2
KHA	38,4	46,0	-7,6	-19,8
SFT	53,9	48,3	5,6	10,4
DRC	51,8	46,5	5,3	10,2
IMP	58,3	62,2	-3,9	-6,8
TCT	22,8	20,0	2,7	12,0

*(Nguồn: Đầu tư Chứng khoán, 3/2009)*

**3.3.2.2. Hoàn thiện quy định về chức năng, nhiệm vụ các đơn vị thuộc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước**

Bộ Tài chính cần sớm ban hành Quyết định thay thế Quyết định 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/1/2008 và Qđịnh 49/2008/QĐ-BTC sửa đổi một số điều của Quyết định 02/2008/QĐ-BTC. Theo đó, cần quy định rõ Ban Giám sát là đơn vị có chức năng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, các Ban khác có chức năng phối hợp trong giám sát giao dịch, đặc biệt là phối hợp trong xây dựng văn bản quy phạm pháp luật, cung cấp thông tin phục vụ giám sát giao dịch. Thanh tra UBCKNN thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi luật pháp, tức là khi bộ phận giám sát đã phát hiện và có kết luận về vi phạm, những vi phạm nặng thuộc diện phải xử phạt sẽ được chuyển sang Thanh tra UBCKNN thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi luật pháp theo quy định của pháp luật.

**3.3.2.3. Hoàn thiện Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam**

Quy chế giám sát giao dịch chứng khoán ban hành tại Quyết định 127/QĐ-BTC ngày 31/12/2008 cần được nghiên cứu, sửa đổi, với một số nội dung như sau:

- Hoàn thiện quy định về nội dung và phương thức giám sát của mỗi chủ thể giám sát. Hiện tại, Quy chế 127 quy định những nội dung và phương thức giám sát giống nhau, song lại diễn đạt khác nhau, điều đó có thể gây khó khăn trong việc triển khai thực hiện. Mặt khác, có những nội dung giám sát không được quy định nhưng phương thức giám sát lại có quy định, chẳng hạn nội dung và phương thức giám sát của UBCKNN.

- Cần phân quyền đến mức có thể cho SGDCK trong khuôn khổ quy định của pháp luật như:



+ Ủy quyền của UBCKNN cho SGDCK kiểm tra định kỳ và bất thường cần được quy định tại chức năng, nhiệm vụ, nên sớm xem xét bỏ quy định về ủy quyền bằng văn bản trong từng đợt kiểm tra như hiện nay.

+ SGDCK cần được chủ động tiến hành các biện pháp mang tính nghiệp vụ đối với các CTCK là thành viên của SGDCK như ghi âm điện thoại và theo dõi trao đổi qua e-mail của đại diện giao dịch của CTCK tại sàn.

+ Khi có kết luận về vi phạm, nếu là vi phạm của thành viên thị trường, ngoài quyền hạn xử lý theo quy định hiện tại, SGDCK cần được được ra quyết định xử phạt bằng tiền đối với các vi phạm quy chế thành viên của SGDCK về giao dịch và công bố thông tin.

- Một số nội dung như ban hành và giám sát thực hiện chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp nên chuyển cho HHKDCK, như vậy, sẽ phù hợp hơn về chức năng.

- HHKDCK cần được quy định tại Quy chế với tư cách là tổ chức tự quản có đóng vai trò chủ thể giám sát cùng với SGDCK. Phần tiếp theo của luận án sẽ đề xuất những kiến nghị để thực hiện được điều này.

#### ***3.3.2.4. Tăng mức xử phạt vi phạm***

Nghị định 36 của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK hiện đang có hiệu lực, UBCKNN là cơ quan thuộc Bộ Tài chính, theo quy định của Luật tổ chức Chính phủ ngày 25/12/2001, bị giới hạn về thẩm quyền xử lý vi phạm. Vì vậy, mức phạt 500 triệu đồng (Quy định tại Pháp lệnh sửa đổi, bổ sung một số điều của Pháp lệnh xử lý vi phạm hành chính, 02/4/2008, Ủy ban Thường vụ Quốc Hội), chưa có chế tài cụ thể để UBCKNN vận dụng trong việc xử phạt các vi phạm trong khuôn khổ các hoạt động mà UBCKNN quản lý.

Để nâng cao hơn tính răn đe đối với các vi phạm trên TTCK, Chính phủ cần sửa đổi Nghị định 36 theo tinh thần Pháp lệnh sửa đổi, bổ sung một

số điều của Pháp lệnh xử lý vi phạm hành chính, theo đó, tăng mức xử phạt lên đến mức cao nhất là 500 triệu đồng. Tại TTCK Nhật Bản, mức xử phạt cho hành vi giao dịch nội gián có thể lên tới 3 triệu Yên (tương đương 600 triệu VNĐ), hành vi giao dịch thao túng có thể lên tới 5 triệu Yên (tương đương 1 tỷ VNĐ) [65], đồng thời, phải nộp lại toàn bộ số tiền thu được từ các giao dịch này.

Đồng thời với tăng mức xử phạt bằng tiền, cần tăng cường các hình thức xử phạt khác như tạm ngừng hoạt động, đình chỉ hoặc rút giấy phép kinh doanh đối với các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ trên TTCK.

Bộ Luật Hình sự năm 1999 chưa có quy định cụ thể về tội phạm và hình phạt đối với hoạt động trên thị trường chứng khoán. Luật Hình sự năm 2009 (sửa đổi) vừa được Quốc Hội thông qua cũng không đưa cụ thể tội danh vi phạm pháp luật trên TTCK vào, trừ một số quy định về gây hậu quả nghiêm trọng. Để đảm bảo tính nghiêm minh của pháp luật, các hành vi bị cấm (quy định tại Luật Chứng khoán) với mức độ nghiêm trọng, dù đã khắc phục hoặc đền bù vẫn cần được đưa vào các tội danh quy định tại Luật Hình sự vì những tổn thất gây ra cho thị trường rất khó lượng hóa. Tại TTCK Nhật Bản, ngoài việc bị phạt tiền, hành vi giao dịch nội gián có thể bị xử phạt tới 3 năm tù, hành vi giao dịch thao túng có thể bị xử phạt tới 5 năm tù.

### **3.3.3. Nâng cao vai trò của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán trong giám sát giao dịch chứng khoán**

Như đã phân tích ở các phần trên, HHKDCK chưa phải là một tổ chức tự quản có chức năng giám sát giao dịch chứng khoán. Điều 2 Quyết định của Bộ Nội vụ về việc thành lập HHKDCK (Quyết định 23/2003 ngày 11/6/2003) quy định HHKDCK hoạt động theo Điều lệ được Bộ Nội vụ phê duyệt, chịu sự quản lý của UBCKNN. Như vậy, để nâng cao vai trò của HHKDCK trong giám sát giao dịch chứng khoán, cần thực hiện đồng thời một số nội dung sau:

- Điều lệ của HHKDCK cần tạo cơ sở cần thiết để HHKDCK tham gia giám sát giao dịch chứng khoán với tư cách chủ thể giám sát.

- Các cơ quan hữu quan, trước tiên là UBCKNN, tạo hành lang pháp lý, với cơ chế mạnh hơn cho HHKDCK:

+ Luật chứng khoán cần bổ sung quy định về HHKDCK trong các hoạt động trên TTCK, chẳng hạn, một trong các điều kiện để trở thành thành viên của SGDCK là CTCK phải là thành viên của HHKDCK.

+ UBCKNN cần cho phép HHKDCK tham gia cùng UBCKNN trong việc đào tạo, sát hạch cấp chứng chỉ chuyên môn và tham gia tổ chức thi cấp chứng chỉ hành nghề chứng khoán; hỗ trợ UBCK trong việc phổ cập và hướng dẫn thực hiện luật và các quy định về chứng khoán có liên quan tới các thành viên.

+ HHKDCK cần ban hành các quy định về chuẩn mực hành nghề của các CTCK và nhân viên hành nghề chứng khoán, ban hành quy chế thành viên HHKDCK, quy chế kiểm soát nội bộ các thành viên của Hiệp hội và buộc thành viên phải tuân thủ, phối hợp với UBCKNN, SGDCK, TTLKCK trong giám sát sự tuân thủ của các thành viên thị trường.

+ HHKDCK cần hướng đến quyền lợi của thành viên: bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các thành viên và báo cáo lên UBCK các đề xuất và kiến nghị của thành viên; thu thập và xử lý các thông tin về chứng khoán và cung cấp dịch vụ cho các thành viên; làm trung gian hoà giải cho các thành viên hoặc cho thành viên và khách hàng của các tổ chức này;

+ HHKDCK tổ chức nghiên cứu về phát triển, vận hành và các vấn đề khác liên quan đến thị trường chứng khoán.

+ HHKDCK cần tăng cường hoạt động hợp tác với các HHKDCK ở các TTCK nước ngoài, tham gia vào các tổ chức và diễn đàn các HHKDCK quốc tế.

### **3.3.4. Quản lý chặt chẽ các hoạt động của tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán**

Các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán hiện nay bao gồm rất nhiều loại hình doanh nghiệp, trong đó, UBCKNN chỉ có thẩm quyền quản lý hoạt động của CTCK, CTQLQĐTCK, CTĐTCK và một số hoạt động của các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán khác.

Trước mắt, khi mô hình giám sát hiện nay vẫn được duy trì, Bộ Tài chính cần phối hợp với NHNN quản lý chặt chẽ hoạt động của các tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán như NHTM, Công ty Bảo hiểm. Kinh nghiệm thế giới và thực tiễn tại Việt Nam cho thấy, sự chi phối của các NHTM và các công ty bảo hiểm đối với hoạt động của TTCK là rất lớn, không chỉ bởi các NHTM và các công ty bảo hiểm là những nhà phát hành chứng khoán và là nhà đầu tư có quy mô rất lớn, mà còn thông qua việc cung cấp các dịch vụ của các tổ chức này cho TTCK. Nếu không được quản lý chặt chẽ, nguy cơ khủng hoảng có thể xảy ra, TTCKVN sẽ không duy trì được sự ổn định và phát triển bền vững.

### **3.3.5. Xây dựng cơ chế tài chính cho giám sát giao dịch chứng khoán**

Kinh nghiệm các TTCK phát triển cho thấy, để tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán, kinh phí chi đầu tư và chi thường xuyên phải rất lớn. Tuy nhiên, với cơ chế tài chính hiện tại, nguồn kinh phí cho giám sát giao dịch chứng khoán là rất hạn hẹp và không đảm bảo việc thực hiện các mục tiêu giám sát. Kinh phí cho giám sát giao dịch chứng khoán là bài toán về vấn đề chi phí – lợi ích. Nếu chỉ xem xét số tiền thu được từ xử phạt vi phạm thì lợi ích của giám sát giao dịch là không đáng kể. Tuy nhiên, nếu nhìn xa hơn, lợi ích của giám sát giao dịch là rất lớn, đứng cả trên giác độ lợi ích của cơ quan quản lý và lợi ích của mọi đối tượng tham gia thị trường, đó là một TTCK công bằng, công khai, hiệu quả, bảo vệ lợi ích nhà đầu tư.

Cơ chế tài chính cho giám sát giao dịch chứng khoán bao gồm cơ chế huy động nguồn kinh phí và cơ chế chi tiêu.

#### ***3.3.5.1. Cơ chế huy động nguồn kinh phí***

Nguồn kinh phí cho giám sát giao dịch cần được huy động từ nhiều nguồn khác nhau:

- Đứng trên giác độ lợi ích quốc gia, Chính phủ cần ưu tiên thỏa đáng cho việc phân bổ NSNN để thực hiện những mục tiêu của giám sát giao dịch chứng khoán. Nguồn thu NSNN từ các hoạt động của TTCK cũng không nhỏ, vì vậy, đầu tư NSNN cho giám sát giao dịch chứng khoán cần được chú trọng.

- Đồng thời, Chính phủ cần ưu tiên những dự án đầu tư cho giám sát giao dịch chứng khoán khi kêu gọi tài trợ từ nguồn Hỗ trợ phát triển chính thức (ODA). Với việc thực hiện các dự án ODA trong lĩnh vực giám sát TTCKVN, các nguồn vốn đầu tư trực tiếp (FDI) và gián tiếp (FII) sẽ đổ vào Việt Nam và duy trì hoạt động lâu dài.

- Đứng trên giác độ lợi ích lâu dài của các thành viên tham gia thị trường, UBCKNN cần có đề án thu phí giám sát. Điều này xuất phát từ việc các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán và nhà đầu tư đóng góp kinh phí giám sát, tức là họ được hưởng lợi từ hoạt động giám sát thị trường chứng khoán. Nếu thị trường không công bằng và không công khai, TTCK sẽ có nhiều giao dịch nội gián và giao dịch thao túng, khi đó nhà đầu tư sẽ bị thiệt hại và giá trị thiệt hại sẽ lớn hơn nhiều lần so với số tiền họ phải đóng góp cho hoạt động giám sát. Hiện tại, các SGDCK có nguồn thu phí từ CTCK thành viên, TTLKCK cũng là tổ chức có nguồn thu từ phí lưu ký của thành viên lưu ký. Việc đóng góp kinh phí để duy trì giám sát giao dịch là một phần tất yếu gắn liền với giao dịch chứng

khoán. Tuy nhiên, đề án thu phí giám sát cần tính đến bối cảnh TTCKVN để có lộ trình thực hiện phù hợp.

### **3.3.5.2. Cơ chế chi tiêu**

Kinh phí giám sát được chi chủ yếu cho 2 nội dung là chi đầu tư cơ sở vật chất và chi cho con người. Hoạt động giám sát giao dịch trên TTCK cần một lượng kinh phí lớn đầu tư mua sắm trang thiết bị, phần mềm giám sát được cài đặt tự động hệ thống chỉ tiêu giám sát, tích hợp cơ sở dữ liệu từ hệ thống giao dịch, hệ thống công bố thông tin, hệ thống đăng ký - lưu ký - thanh toán bù trừ chứng khoán. Đồng thời, cần một lượng kinh phí lớn hàng năm để thuê chuyên gia tư vấn cho hoạt động đào tạo, chuyển giao công nghệ.

Đối với chi cho con người, bao gồm chi lương, chi đào tạo và công tác phí, với một số lượng lớn nhân sự làm công tác giám sát ở các cấp, nguồn kinh phí cũng đòi hỏi rất lớn. Tuy nhiên, việc chi cho con người gặp phải nhiều vướng mắc không chỉ từ việc tìm kiếm nguồn kinh phí mà còn từ các quy định về chi tiêu. Tại SGDCK, cơ chế chi tiêu có thể linh hoạt hơn do SGDCK có nguồn thu từ phí thành viên. Tại UBCKNN, các khoản chi cho con người thực hiện theo quy định của Luật NSNN, vì vậy, các khoản chi lương, chi đào tạo và công tác phí rất hạn hẹp. Luận án kiến nghị Bộ Tài chính có quy định về việc chi kinh phí cho người thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán một cách thỏa đáng, đảm bảo mức lương cao, bước đầu cần có phụ cấp nghề nghiệp, bên cạnh đó là chế độ đào tạo và công tác phí hợp lý, tạo cơ sở để duy trì và phát triển đội ngũ nhân sự giám sát tâm huyết và có trình độ chuyên môn đáp ứng yêu cầu công việc.

\*

\* \*

Trong Chương 3, các giải pháp tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN đã được đề xuất, bao gồm xác lập mô hình giám sát giao dịch chứng khoán và mối quan hệ giữa các chủ thể giám sát, nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của mỗi chủ thể giám sát, nâng cao năng lực nhân sự thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán, xây dựng cơ sở dữ liệu phục vụ giám sát và đề xuất hệ thống chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán.

Để tạo cơ sở thực hiện các giải pháp trên, các điều kiện trước mắt và lâu dài cũng được kiến nghị với Chính phủ và các cơ quan liên quan trong việc điều chỉnh chiến lược phát triển Thị trường Chứng khoán đến năm 2010, tầm nhìn 2020, hoàn thiện khung pháp lý cho giám sát giao dịch chứng khoán, phương hướng hoàn thiện mô hình giám sát thị trường tài chính, quản lý chặt chẽ các hoạt động của tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán và xây dựng cơ chế tài chính cho giám sát giao dịch chứng khoán

## KẾT LUẬN

Bằng việc vận dụng tổng hợp các phương pháp nghiên cứu, luận án đã hoàn thành các mục tiêu nghiên cứu đặt ra:

*Thứ nhất*, hệ thống hóa những vấn đề lý luận cơ bản về giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK. Các vấn đề này bao gồm giao dịch chứng khoán, khái niệm giám sát giao dịch chứng khoán, các chủ thể và đối tượng giám sát, mô hình giám sát giao dịch chứng khoán và các mối quan hệ trong mô hình. Đồng thời, nội dung và phương thức giám sát của các chủ thể giám sát giao dịch chứng khoán đã được luận giải một cách hệ thống. Khái niệm tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán được hiểu là sự gia tăng về các hoạt động giám sát của chủ thể giám sát đối với các đối tượng giám sát giao dịch chứng khoán, với những nội dung, phương pháp, công cụ ngày càng chuẩn mực hơn, nhằm đạt được những mục tiêu của giám sát giao dịch với mức độ ngày càng cao hơn. Bên cạnh đó, các vấn đề về đánh giá mức độ giám sát giao dịch chứng khoán, hệ thống các chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán và các nhân tố ảnh hưởng đến giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK cũng được phân tích logic, kỹ lưỡng.

*Thứ hai*, phân tích, đánh giá thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, lấy SGDCK TPHCM làm ví dụ để nghiên cứu. Trong nội dung này, bối cảnh giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN đã được làm rõ. Đồng thời, tính hiệu quả của TTCKVN đã được kiểm định, từ đó rút ra kết luận, TTCKVN không đạt mức hiệu quả dạng yếu, thị trường bị trục lợi bởi các giao dịch thao túng, nội gián, với những mức độ trục lợi khác nhau ở các thời kỳ nghiên cứu và những vi phạm pháp luật khác liên quan đến giao dịch chứng khoán. Tác giả đã đi sâu phân tích thực trạng giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN, ở cả hai cấp là UBCKNN và các tổ chức tự quản. Đánh giá chung, các chủ thể giám sát mới chỉ giám sát được các vi phạm tuân thủ quy định của pháp luật về quy trình giao dịch, công bố thông



tin liên quan, còn giám sát các giao dịch nội gián, thao túng thị trường thì chưa thực hiện được. Những nguyên nhân cơ bản của hạn chế được luận giải theo 2 nhóm, mỗi nhóm bao gồm nhiều nội dung khác nhau.

*Thứ ba*, đề xuất những giải pháp tăng cường giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCKVN. Trong nội dung này, các giải pháp được đề xuất bao gồm xác lập mô hình giám sát giao dịch chứng khoán và mối quan hệ giữa các chủ thể giám sát, nội dung và phương thức giám sát giao dịch chứng khoán của mỗi chủ thể giám sát, trong đó, chú trọng vai trò của HHKDCK trong hoạt động giám sát giao dịch chứng khoán. Các giải pháp về nâng cao năng lực nhân sự thực hiện giám sát giao dịch chứng khoán, xây dựng cơ sở dữ liệu phục vụ giám sát và đề xuất hệ thống chỉ tiêu giám sát giao dịch chứng khoán cũng được luận án đưa ra và luận giải một cách khoa học. Tác giả cũng kiến nghị các điều kiện để thực hiện giải pháp đối với Chính phủ và các cơ quan liên quan trong việc điều chỉnh chiến lược phát triển Thị trường Chứng khoán do bối cảnh TTCKVN thay đổi mạnh trong năm 2008. Bên cạnh đó, các điều kiện thực hiện giải pháp khác bao gồm hoàn thiện khung pháp lý cho giám sát giao dịch chứng khoán, nâng cao vai trò của HHKDCK trong giám sát giao dịch chứng khoán, quản lý chặt chẽ các hoạt động của tổ chức kinh doanh và cung cấp dịch vụ chứng khoán và xây dựng cơ chế tài chính cho giám sát giao dịch chứng khoán.

Tác giả luận án hy vọng, thông qua việc hoàn thành các mục tiêu nghiên cứu nói trên đã góp phần thực hiện tính công bằng, minh bạch, công khai và nâng cao tính hiệu quả của TTCKVN. Đồng thời, tác giả rất mong nhận được sự quan tâm, góp ý của các nhà khoa học, các nhà thực tiễn và những người quan tâm để luận án được hoàn thiện hơn.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ  
LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU**

**ĐỀ TÀI KHOA HỌC**

1. Lê Trung Thành (2007), Thành viên đề tài cấp Bộ (Do PGS.TS Trần Đăng Khâm làm chủ nhiệm, năm 2007): “*Phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu ở Việt Nam*”.
2. Lê Trung Thành (2008), Chủ nhiệm đề tài cấp cơ sở (năm 2008): “*Hoàn thiện hệ thống chỉ tiêu giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”.

**BÀI VIẾT TẠP CHÍ, HỘI THẢO**

1. Lê Trung Thành (2001), “Hoàn thiện hệ thống hạ tầng cơ sở cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hiện nay”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, tháng 11/2001.
2. Lê Trung Thành (2003), “Xây dựng mô hình và các bước xúc tiến thành lập thị trường OTC – Giải pháp chiến lược nhằm phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, tháng 5/2003.
3. Lê Trung Thành (2007), “Hệ thống giám sát thị trường chứng khoán của Nhật Bản và Hàn Quốc và kinh nghiệm đối với Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, tháng 4/2007.
4. Lê Trung Thành (2009), “Mô hình đa biến trong hoạt động giám sát thị trường chứng khoán nhằm cảnh báo sớm các nguy cơ tài chính của công ty niêm yết”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, tháng 2/2009.
5. Lê Trung Thành (2009), “Nguyên nhân suy giảm của thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2008 và một số khuyến nghị chính sách”, Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia “Ngăn chặn suy giảm kinh tế Việt Nam”, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân, tháng 5/2009
6. Lê Trung Thành (2009), “Tìm hiểu tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, tháng 11/2009.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### I. Tiếng Việt

1. ADB (2007), *Báo cáo đánh giá của chuyên gia tư vấn ADB- Hỗ trợ Kỹ thuật Tăng cường Năng lực cho UBCKNN*
2. Bộ Tài chính (2007), *Thông tư 97/2007/TT-BTC 8/8/2007 về xử phạt vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán*
3. Bộ Tài chính (2004), *Quyết định 92/2004/QĐ-BTC 30/11/2004 v/v ban hành hệ thống chỉ tiêu giám sát CTCK, CTQLQ*
4. Bộ Tài chính, (2007), *Thông tư 38/2007/QĐ-BTC 18/4/2007 về hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*
5. Bộ Tài chính (2008), *Quyết định 127/QĐ-BTC 31/12/2008 của Bộ Tài chính về ban hành quy chế giám sát giao dịch chứng khoán*
6. Bùi Kim Yên (2007), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, trường Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh, Nhà xuất bản Lao động xã hội.
7. Chính phủ (1998), *ngụ định số 44/1998/NĐ-CP ngày 29/6/1998 về việc chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần*, Hà nội.
8. Chính phủ (1998), *ngụ định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/8/1998 về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, Hà nội.
9. Chính phủ (1999), *quyết định 139/1999/QĐ-TTg ngày 10/9/1999 của Thủ tướng Chính phủ về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt nam*, Hà nội.
10. Chính phủ (2003), *quyết định 146/2003/QĐ-TTg ngày 17/7/2003 của Thủ tướng Chính phủ về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt nam*, Hà nội.
11. Chính phủ (2003), *ngụ định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, Hà nội.

12. Chính phủ (2005), *quyết định 238/2005/QĐ-TTg ngày 29/9/2005 của Thủ tướng Chính phủ về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt nam*, Hà nội.
13. Chính phủ (2007), *ng nghị định số 14/2007/NĐ-CP về việc qui định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán*, Hà nội.
14. Chính phủ (2007), *quyết định 128/2007/QĐ-TTg ngày 2 tháng 8 năm 2007 của thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt đề án phát triển thị trường vốn Việt nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020*, Hà nội.
15. Chính phủ (2007), *Nghị định 36 của Chính phủ về xử phạt vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán*
16. Đặng Ngọc Đức (2002), *Giải pháp đổi mới hoạt động ngân hàng thương mại nhằm góp phần phát triển thị trường chứng khoán ở Việt nam*, luận án tiến sĩ, Hà Nội.
17. Đinh Xuân Hạ (1999), *Quản lý và các nghiệp vụ giao dịch trên thị trường chứng khoán*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
18. Đào Lê Minh (2002), *Giáo trình những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, Trung tâm nghiên cứu và bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán UBCKNN, NXB Chính trị Quốc gia.
19. Đinh Xuân Trình, Nguyễn Thị Quy (1998), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, Trường Đại học Ngoại thương, NXB Giáo dục.
20. Đầu tư Chứng khoán – online, ngày 19/6/2007
21. Đầu tư chứng khoán – online, ngày 19.1.2007
22. Đề tài khoa học cấp Ủy ban “*Hoàn thiện hệ thống giám sát tại TTGDCK TPHCM*”, 2004
23. Đề án thành lập Ban Giám sát, UBCKNN, 2007
24. Lê Trung Thành (2009), “*Mô hình đa biến trong hoạt động giám sát thị trường chứng khoán nhằm cảnh báo sớm các nguy cơ tài chính của*

- công ty niêm yết*”, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.
25. Lê Trung Thành (2001), “*Hoàn thiện hệ thống hạ tầng cơ sở cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hiện nay*”, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.
  26. Lê Trung Thành (2003), “*Xây dựng mô hình và các bước xúc tiến thành lập thị trường OTC – Giải pháp chiến lược nhằm phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam*”, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.
  27. Lê Trung Thành (2007), “*Hệ thống giám sát thị trường chứng khoán của Nhật Bản và Hàn Quốc và kinh nghiệm đối với Việt Nam*”, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.
  28. Lê Văn Tư, Nguyễn Ngọc Hùng (1997), *Thị trường chứng khoán*, Trường Đại học Kinh tế TP HCM, NXB Thống kê.
  29. Lê Văn Tư, Lê Tùng Vân (1999), *Hiểu và sử dụng thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê.
  30. Lê Văn Tề (1999), *Thị trường chứng khoán tại Việt Nam*, NXB Thống kê.
  31. Lưu Thị Hương (2002), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, NXB Giáo dục.
  32. Nguyễn Văn Nam, Vương Trọng Nghĩa (2002), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, Trường Đại học Kinh tế quốc dân; NXB Tài chính
  33. Ngô Văn Thứ, 2005, *Thống kê thực hành*, Nhà xuất bản Khoa học và Kỹ thuật.
  34. Quốc hội (2006), *Luật Chứng khoán*, Hà Nội.
  35. Từ điển Lepetit Lasousse (1999), Paris, p.57
  36. Trần Đăng Khâm (2002), *Giải pháp thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, luận án tiến sĩ, Hà Nội.
  37. Trung tâm tin học và thống kê - UBCKNN (2007), “*Công nghệ thông*

- tin ngành chứng khoán"*, Tạp chí Chứng khoán Việt nam, (1+2), tr.54-55.
38. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (1999), *Quyết định 31/1999/QĐ-UBCK 12/10/1999 v/v ban hành quy chế giám sát, thanh tra hoạt động chứng khoán và TTCK*
  39. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2004), *Quyết định 259/QĐ-UBCK 27/9/2004 v/v phân định trách nhiệm giữa TTGDCK và các đơn vị chức năng của UBCKNN*
  40. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2005), *Quyết định 401/QĐ-UBCK 14/9/2005 v/v giám sát đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ*
  41. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2005), *Quyết định 399/QĐ-UBCK 15/9/2005 v/v giám sát CTQLQ, NHGS, QĐTCK*
  42. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2005), *Quyết định 271/QĐ-UBCK 27/5/2005 v/v giám sát TCPH ra công chúng*
  43. Vũ Thị Ngọc Phùng (2005), *Giáo trình Kinh tế phát triển*, Khoa Kế hoạch và Phát triển, trường Đại học Kinh tế quốc dân, NXB Thống kê.
  44. VnExpress, cập nhật ngày 24.2.2007
  45. VnExpress, cập nhật ngày 19.7.2007
  46. VnExpress, cập nhật ngày 13.06.2007
  47. [www.hsx.org.vn](http://www.hsx.org.vn)
  48. [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn)
  49. [www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn)
  50. [www.vtc.vn/kinhdoanh/thanh-lap-uy-ban-giam-sat-tai-chinh-quoc-gia-175259/index.htm](http://www.vtc.vn/kinhdoanh/thanh-lap-uy-ban-giam-sat-tai-chinh-quoc-gia-175259/index.htm)
  51. [www.vneconomy.com.vn](http://www.vneconomy.com.vn)
  52. [www.vietstock.com.vn](http://www.vietstock.com.vn)
  53. [www.hastc.org.vn](http://www.hastc.org.vn)
  54. [www.luatvietnam.com.vn](http://www.luatvietnam.com.vn)

## II. Tiếng Anh

55. Annual 2008 - www.sec.gov
56. Australia Surveillance Brochure, 2008
57. Annual Report 2008 - SESC
- 58.C. Comerton-Forde (Finance Discipline, School of Business, University of Sydney, New South Wales, Australia) 2006, Market Integrity and Surveillance Effort
- 59.Eva Gutierrez (IMF senior researcher), 2005, *A Framework for the Surveillance of Derivatives Activities*
- 60.E.F.Fama, "Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics* (September 1998).
61. F.Mishkin, 2004, *The economics of money, banking, and financial markets*, 7th ed, Pearson Addison Wesley
- 62.Jorge A. Chan-Lau ((IMF senior researcher), 2006, *Market-Based Estimation of Default Probabilities and Its Application to Financial Market Surveillance*
63. Michael J Aitken and James H Berry, NSW 2006, MARKET SURVEILLANCE AT THE AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE: AN OVERVIEW.
- 64.Manne, Henry G., (Harvard School of Business), 1966, In Defence of Insider Trading”, *Harvard Business Review*, Vol 44.
65. Market surveillance workshop, Hanoi, 4/2002
66. Sheng-shyr Cheng (2004), *Weak form market efficiency hypothesis testing*, Chang Jung Christian University
- 67.Securities Market in Japan (2005), Securities Institute
68. Werner F.M. De Bondt, Richard Thaler (1985), *Does the Stock Market Overreact?*, *Journal of Finance*, 40 (3), pp.793-805

69. <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>
70. <http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/aboutsfc/structure/structure.html>
71. <http://www.fsa.go.jp/sesc/english/index.htm>
72. <http://www.fsa.go.jp/sesc/english/actions/actions.htm>
73. [http://www.sec.gov/about/offices/ocie/ocie\\_offices.shtm/](http://www.sec.gov/about/offices/ocie/ocie_offices.shtm/)
74. <http://www.fsa.go.jp/sesc/english/actions/actions.htm>
75. [http://www.sec.gov/about/offices/ocie/ocie\\_offices.shtm/](http://www.sec.gov/about/offices/ocie/ocie_offices.shtm/)
76. <http://www.sec.gov/info/smallbus/mouex.txt>
77. [http:// www.asx.com.au/supervision/](http://www.asx.com.au/supervision/)
78. <http://www.nasd.com/RulesRegulation/index.htm>
79. <http://www.ksda.or.kr/english/intro/operations.cfm>
80. <http://www.fsc.kr>
81. <http://www.investopedia.com>



## CÁC PHỤ LỤC CỦA LUẬN ÁN

### Phụ lục 1: Thống kê kết quả xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK trong năm 2008

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
1	01/TT	CTCP Bia Thanh Hoá	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối chứng khoán không đúng quy định	20	20
2	02/TT	CTCP Xây dựng Cotec	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	30	70
			- Không công bố thông tin bất thường về kết quả đợt phát hành riêng lẻ.	40	
3	03/TT	CTCP Dược phẩm Cửu Long	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	50	50
4	04/TT	CTCP Chế biến thủy sản xuất khẩu Minh Hải	- Nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng không đúng thời hạn - Không công bố thông tin bất thường về kết quả đợt phát hành riêng lẻ.	Cảnh cáo 10	10
5	05/TT	CTCP Đầu tư phát triển công nghiệp thương mại Củ Chi	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối chứng khoán không đúng quy định	25	25
6	06/TT	CTCP Thương mại Bình Định	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối chứng khoán không đúng quy định	30	30

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
7	07/TT	CTCP Vật liệu xây dựng và trang trí nội thất TP. Hồ Chí Minh	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	45
			- Báo cáo và công bố thông tin không đúng quy định	25	
8	08/TT	CTCP Đầu tư và xây dựng Hồng Hà	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	30
			- Báo cáo không đúng quy định	10	
9	09/TT	CTCP Xây dựng dầu khí Nghệ An	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
10	10/TT	CTCP Bóng đèn Điện Quang	- Báo cáo và công bố thông tin không đúng quy định	30	30
11	11/TT	CTCP Cơ điện và xây dựng Việt Nam	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	30	40
			- Báo cáo không đúng quy định	10	
12	12/TT	CTCP Xây dựng số 1	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	30	30
13	13/TT	CTCP Xây dựng số 11	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	40	40
14	14/TT	CTCP Licogi 12	- Nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng không đúng thời hạn - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân	Cảnh cáo	40

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
			phối không đúng quy định. - Báo cáo không đúng quy định	30 10	
15	15/TT	CTCP Viễn thông FPT	Không công bố thông tin theo đúng quy định	20	20
16	16/TT	CTCP Thương mại và vận tải Sông Đà	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định. - Báo cáo và công bố thông tin không đúng quy định	30 25	55
17	17/TT	CTCP MT Gas	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
18	18/TT	Ông Huỳnh Thanh Kháng	Thực hiện giao dịch cổ phiếu của cổ đông nội bộ mà không báo cáo	10	10
19	19/TT	Ông Nguyễn Tấn Anh	Thực hiện giao dịch cổ phiếu của cổ đông nội bộ mà không báo cáo	10	10
20	20/TT	Ông Nguyễn Đông Hải	Thực hiện giao dịch cổ phiếu của cổ đông nội bộ mà không báo cáo	10	10
21	21/TT	Bà Nguyễn Thị Cúc	Thực hiện giao dịch cổ phiếu của cổ đông nội bộ mà không báo cáo	10	10
22	22/TT	CTCP Vật liệu Bru điện	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định. - Báo cáo không đúng quy định	20 10	30
23	23/TT	CTCP Lilama 3	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	30	30

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
24	24/TT	CTCP Dệt may 29/3	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
25	25/TT	CTCP Y tế Danameco	Báo cáo không đúng quy định	Cảnh cáo	Cảnh cáo
26	26/TT	CTCP Chế tạo kết cấu thép Vneco.SSM	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
27	27/TT	CTCP Xây dựng và kinh doanh vật tư	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	30	30
28	28/TT	CTCP Thế giới số Trần Anh	Báo cáo không đúng quy định	Cảnh cáo	Cảnh cáo
29	29/TT	CTCP Điện miền bắc 2	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	30
			- Báo cáo không đúng quy định	10	
30	30/TT	CTCP Viglacera Hạ Long	- Nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng không đúng thời hạn - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	Cảnh cáo 20	20
31	31/TT	Ngân hàng thương mại	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân	60	60

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
		cổ phần Phương Đông	phối không đúng quy định. - Báo cáo không đúng quy định		
32	32/TT	CTCP Cấp nước Phú Mỹ Tỉnh Bà Rịa- Vũng Tàu	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
33	33/TT	CTCP Xây lắp thương mại số 2	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
34	34/TT	CTCP Lilama 69-1	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định. - Công bố thông tin không đúng quy định	20 10	30
35	35/TT	CTCP Ngoại thương và phát triển đầu tư TP. Hồ Chí Minh	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
36	36/TT	CTCP Cảng Đình Vũ	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định. - Báo cáo không đúng quy định	20 5	25
37	37/TT	CTCP Thủy đặc sản	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định. - Lập hồ sơ đăng ký chào bán có thông tin sai lệch.	20 20	45

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
			- Báo cáo không đúng quy định	5	
38	38/TT	CTCP Kinh doanh và phát triển Bình Dương	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
39	39/TT	CTCP Phát triển hạ tầng kỹ thuật	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định. - Phát hành chứng khoán trái với phương án đã được ĐHĐCĐ thông qua	50	50
40	40/TT	CTCP Vinaconex 25	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định. - Có nhiều thiếu sót trong quá trình thực hiện phát hành	40	40
41	41/TT	CTCP Nhựa Rạng Đông	Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	20	20
42	43/TT	CTCP Dược- vật tư y tế Thanh Hoá	- Nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng không đúng thời hạn - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	Cảnh cáo  20	20
43	42/TT	CTCP Xây dựng điện Vnecol	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	40	40

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
44	44/TT	CTCP Xây dựng số 15	- Nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng không đúng thời hạn - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	10 20	30
45	45/TT	CTCP Thế kỷ 21	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	50 10	60
46	46/TT	CTCP Giao nhận ngoại thương	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	30 10	40
47	47/TT	Ông Trương Đình Khởi	Giao dịch thao túng thị trường	100	100
48	48/TT	Vietnam Investment Limited	Giao dịch cổ đông lớn mà không báo cáo	20	20
49	49/TT	CTCP Xuất nhập khẩu và Đầu tư Thừa Thiên Huế	Báo cáo không đúng quy định	10	10
50	51/TT	CTCP Chứng khoán Việt Quốc	Nộp báo cáo tài chính năm không đúng thời hạn	Cảnh cáo	Cảnh cáo
51	52/TT	CTCP Chứng khoán VN Direct	Nộp báo cáo tài chính năm không đúng thời hạn	Cảnh cáo	Cảnh cáo

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
52	53/TT	CTCP Thương mại Gia Lai	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	Cảnh cáo  20 10	30
53	384/QĐ-UBCK	CTCP Chứng khoán Sài Gòn	Không tổ chức, thiết lập hệ thống kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro và giám sát, ngăn ngừa xung đột lợi ích trong công ty và trong giao dịch với người có liên quan theo quy định của pháp luật.	20	20
54	385/QĐ-UBCK	CTCP Chứng khoán Bảo Việt	Cho khách hàng bán chứng khoán khi không chứng khoán	50	50
55	54/TT	CTCP Tập đoàn công nghệ CMC	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	50
56	55/TT	CTCP Thương mại dịch vụ tổng hợp Cảng Hải Phòng	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	Cảnh cáo  30	30
57	56/TT	CTCP May Sài Gòn 3	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20



TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
58	57/TT	Ngân hàng thương mại cổ phần Dầu khí Toàn cầu	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	50
59	58/TT	CTCP Dược phẩm Hà Nội	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
60	59/TT	CTCP Xây dựng số 3 Hải Phòng	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	50
61	60/TT	CTCP thủy sản Cà Mau	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
62	61/TT	CTCP Mỹ phẩm Sài Gòn	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
63	62/TT	CTCP Quản lý quỹ Thành Việt	Nộp báo cáo tài chính năm không đúng thời hạn	Cảnh cáo	
64	63/TT	CTCP Quản lý quỹ Phương Đông	Nộp báo cáo tài chính năm không đúng thời hạn	Cảnh cáo	
65	64/TT	Ngân hàng TM CP Đại	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định	Cảnh	Cảnh

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
		Tín	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	cáo 50	cáo 50
66	65/TT	CTCP Thanh Bình	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
67	66/TT	CTCP Bao bì Dược	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	40	40
68	67/TT	CTCP Bê tông ly tâm An Giang	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
69	68/TT	CTCP Thương mại Bưu chính Viễn thông	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	35	35
70	69/TT	CTCP Cơ điện Hà Giang	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
71	70/TT	CTCP Đầu tư và phát triển nhà số 6 Hà Nội	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	40	40

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
72	71/TT	CTCP Việt Sáng tạo	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
73	72/TT	CT TNHH Thiên An	- Giao dịch của cổ đông lớn mà không báo cáo theo quy định	10	10
74	73/TT	CTCP Đầu tư và xây dựng công nghiệp	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	50	50
75	74/TT	CTCP Dược-Vật tư y tế Nghệ An	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	40	40
76	75/TT	CTCP Sông Đà 5.05	- Thực hiện giao dịch cổ phiếu quỹ mà không báo cáo theo quy định	Cảnh cáo	Cảnh cáo
77	76/TT	CTCP Sông Đà 1.01	- Thực hiện giao dịch cổ phiếu quỹ mà không báo cáo theo quy định	Cảnh cáo	Cảnh cáo
78	77/TT	CTCP Chứng khoán Phố Wall	- Công bố thông tin không chính xác	Cảnh cáo	Cảnh cáo
79	78/TT	CTCP Giao nhận Vận tải và thương mại	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	55	55

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
			- Công bố thông tin không đúng quy định		
80	79/TT	CTCP Xuất nhập khẩu Năm Căn	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
81	80/TT	CTCP Quản lý quỹ Thành Việt	Nộp báo cáo tài chính năm không đúng thời hạn	10	10
82	81/TT	CTCP May thêu giày dép W.E.C Sài Gòn	Báo cáo không đúng quy định	5	5
83	82/TT	CTCP Vận tải và giao nhận Bia Sài Gòn	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	55	55
84	83/TT	CTCP Dược phẩm Hà Tây	- Báo cáo không đúng quy định - Không công bố thông tin theo quy định	30	30
85	84/TT	CTCP Đức Tân Long Contrexim	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	55	55
86	85/TT	CTCP Chứng khoán	- Giao dịch cổ phiếu của cổ đông lớn mà không báo cáo theo quy	20	20

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
		Tân Việt	định		
87	86/TT	CTCP XNK Mây tre VN	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	40	40
88	87/TT	CTCP Vimedimex	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
89	88/TT	CTCP HUD1	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
90	89/TT	CTCP XD & GT Bình Dương	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Công bố thông tin không đúng quy định	70	70
91	90/TT	CTCP TS Minh Hải	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
92	91/TT	CTCP Khoáng sản và luyện kim Cao Bằng	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	60	60

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
			- Nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng không đúng thời hạn		
93	92/TT	CTCP đá ốp lát cao cấp Vinaconex	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
94	93/TT	CTCP lương thực vật tư nông nghiệp Đắk Lắk	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
95	94/TT	CTCP xi măng Lạng Sơn	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
96	95/TT	CTCP thiết bị phụ tùng Đà Nẵng	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
97	96/TT	CTCP bê tông Biên Hoà	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	50
98	97/TT	CTCP sách thiết bị trường học Đà Nẵng	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
99	98/TT	CTCP dịch vụ Phú Nhuận	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
100	99/TT	CTCP đầu tư kiến trúc xây dựng Toàn Thịnh	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	35	35

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
		Phát	- Báo cáo không đúng quy định		
101	100/TT	CTCP Thủy sản Hà Nội	Không tuân thủ các quy định về quản trị công ty.	Cảnh cáo	Cảnh cáo
102	101/TT	CTCP xây dựng năng lượng	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Nộp hồ sơ đăng ký công ty đại chúng không đúng thời hạn	55	55
103	102/TT	CTCP Mai Lĩnh Đông Bắc Bộ	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	50
104	103/TT	CTCP thương mại Phú Nhuận	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	70	70
105	104/TT	CTCP chứng khoán Âu Lạc	Không báo cáo việc sửa đổi, bổ sung điều lệ	10	10
106	105/TT	CTCP sơn tổng hợp Hà Nội	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	40	40
107	106/TT	CTQuản lý quỹ SSI	Ký hợp đồng uỷ thác đầu tư với khách hàng nhưng không báo cáo UBCKNN	20	20
108	107/TT	Bà Nguyễn Thị Vân	Sử dụng thông tin nội bộ để thực hiện mua, bán chứng khoán của	40	40

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
		Trang	công ty đại chúng cho chính mình		
109	108/TT	CTCP Dịch vụ Vận tải Sài gòn	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định.	30	30
110	108/TT	CTCP Xây dựng 47	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	Cảnh cáo 20	Cảnh cáo 20
111	109/TT	Ctcp May Sài gòn 2	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	10 30 10	50
112	110/TT	Bà Đào Thanh Nga	- Là thành viên Ban kiểm soát CTCP Alphanam (niêm yết trên Sở GDCK tp HCM) thực hiện bán cổ phiếu ALP không báo cáo UBCKNN	10	10
113	111/TT	Ông Nguyễn Xuân Khoa	- Là thành viên HĐQT công ty niêm yết trên Sở GDCK tp HCM đã thực hiện bán cổ phiếu không báo cáo UBCKNN	20	20
114	112/TT	CTCP Xuất Nhập khẩu Petrolimex	- Vi phạm quy định về báo cáo tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn	10	10
115	113/TT	Ông Nguyễn Đức Hiền	- Là người có liên quan với Phó Tổng GD của công ty niêm yết trên Sở GDCK tp HCM đã thực hiện bán cổ phiếu không báo cáo	10	10



TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
			UBCKNN		
116	114/TT	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa quốc gia I.D.I	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	50
117	115/TT	CTCP Xây dựng số 9	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	60
			- Báo cáo không đúng quy định	10	
118	116/TT	CTCP Xuất nhập khẩu Gia công và Bao bì	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
119	117/TT	CTCP Dịch vụ viễn thông và in bưu điện	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
120	118/TT	CTCP Thiết bị Phụ tùng	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
121	119/TT	Ông Nguyễn Tiến Trãi	- Là thành viên HĐQT công ty niêm yết trên Sở GDCK tp HCM đã thực hiện bán cổ phiếu không báo cáo UBCKNN	10	10
122	120/TT	CTCP Địa ốc Sài Gòn	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định	5	65
			- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	
			- Báo cáo không đúng quy định	10	
123	121/TT	CTCP Hải Việt	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân	30	40

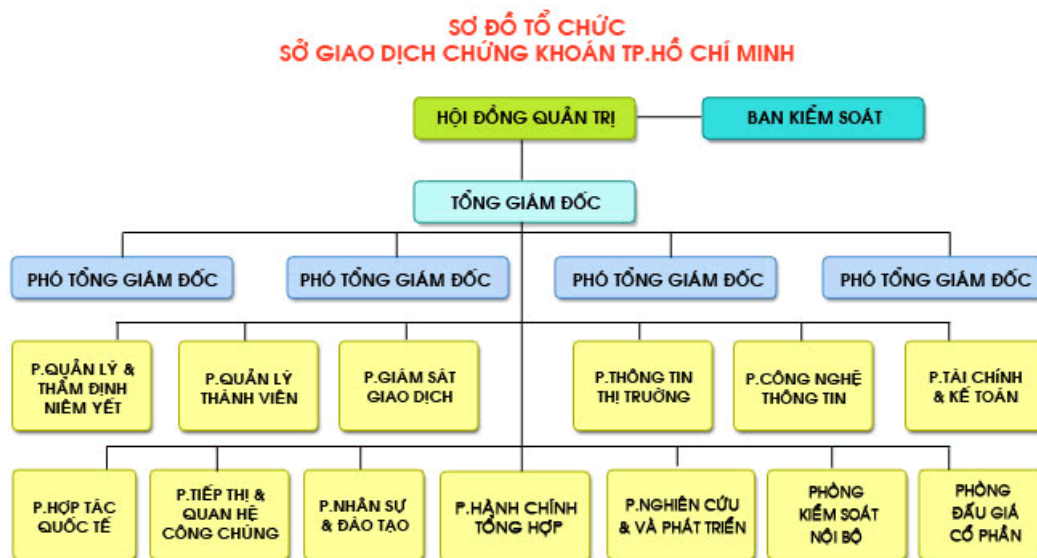
TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
			phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	10	
124	122/TT	CTCP Xuất Nhập khẩu Tổng hợp I VN	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
125	123/TT	CTCP Đầu tư Châu á Thái Bình Dương	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	50	50
126	124/TT	CTCP Quê Hương Liberty	- Phát hành cổ phiếu cho CBCNV và phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược nhưng không báo cáo UBCKNN và công bố thông tin	30	30
127	125/TT	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD 4	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	40
			- Báo cáo không đúng quy định	20	
128	126/TT	CTCP Bông Bạch tuyết	- Công bố thông tin có chứa đựng thông tin sai sự thật	50	90
			- Công bố thông tin không đầy đủ kịp thời, đúng hạn theo quy định	30	
			- Báo cáo không đúng quy định	10	
129	127/TT	CTCP Công trình Đường sắt	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
130	128/TT	CTCP Xuất nhập khẩu Xây dựng và Công trình	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	20	20
131	129/TT	CTCP Vinaconex 34	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định - Báo cáo không đúng quy định	10 50 10	70
132	130/TT	CTCP Thủy điện Miền Nam	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định	10	10
133	131/TT	CTCP Bông Sen	- Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	30	30
134	132/TT	CTCP Sơn Tổng hợp Hà Nội	- Báo cáo không đúng quy định	10	10
135	133/TT	CTCP Nhựa Tân Tiến	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	Cảnh cáo 30	Cảnh cáo 30
136	134/TT	CTCP Hải Minh	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	10 40	60

TT	Số Quyết định	Tên tổ chức, cá nhân	Hành vi phạm	Mức phạt (triệu đồng)	
				Từng hành vi	Tổng cộng
			- Báo cáo không đúng quy định	10	
137	135/TT	CTCP Vạn Phát Hưng	- Nộp hồ sơ công ty đại chúng không đúng quy định - Chào bán chứng khoán ra công chúng để tăng vốn điều lệ và phân phối không đúng quy định	10 50	60

(Nguồn: UBCKNN – [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn))

## Phụ lục 2



(Nguồn: Sở giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh)

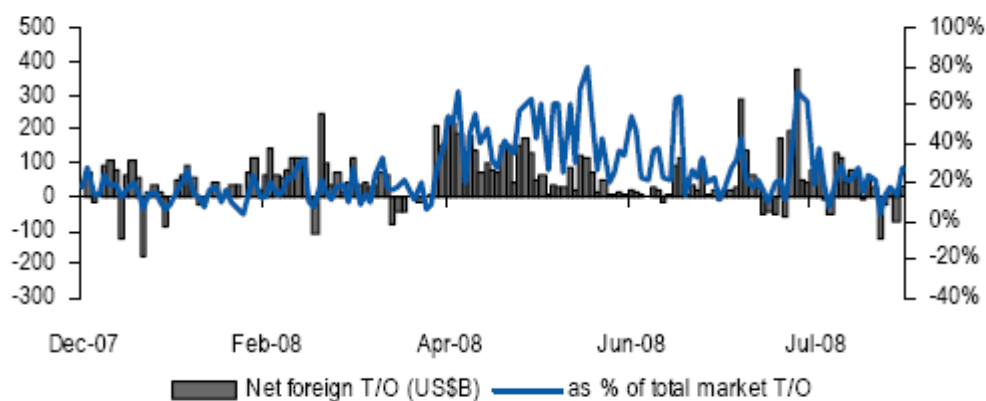
## Phụ lục 3: Danh sách các Ngân hàng Lưu ký

STT	Tên công ty	Website	Vốn điều lệ (VNĐ)
1	<u>Ngân hàng Hồng Kông và Thương Hải - Chi nhánh Thành phố Hồ Chí Minh</u>		
2	<u>Ngân hàng Standard Chartered - Chi nhánh Hà Nội</u>		
3	<u>Ngân hàng Deutsche Bank AG- Chi nhánh Thành phố Hồ Chí Minh</u>		
4	<u>Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam</u>	<a href="http://www.vietcombank.com.vn">www.vietcombank.com.vn</a>	
5	<u>Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam</u>	<a href="http://www.bidv.com.vn">www.bidv.com.vn</a>	
6	<u>Ngân hàng Citibank N.A, chi nhánh Hà Nội</u>		
7	<u>Ngân Hàng JPMorgan Chase N.A – Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh</u>		
8	<u>Ngân Hàng Far East National Bank – Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh</u>		

(Nguồn: UBCKNN – [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn))

### Phụ lục 4: Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên SGDCK TPHCM năm 2008

Figure 1: Net daily foreign activities on HOSE



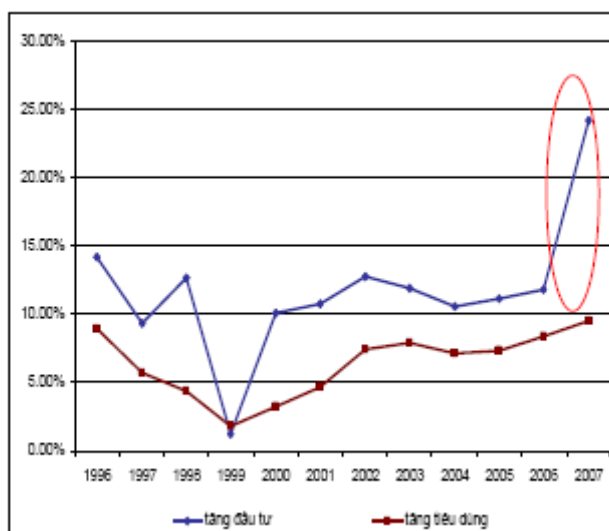
Source: Bloomberg.

### Phụ lục 5: GDP theo giá thực tế

<i>Bảng 1</i> GDP theo giá thực tế vào năm hiện hành	2005	2006	2007	Trung bình 3 năm
<b>Tổng sản phẩm trong nước (Tỷ đồng)</b>	<b>839.211</b>	<b>973.790</b>	<b>1.143.442</b>	<b>985.481</b>
Kinh tế Nhà nước	322.241	363.449	420.787	368.826
Kinh tế ngoài Nhà nước	382.804	444.659	527.127	451.530
Kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài	134.166	165.682	195.529	165.126
<b>Tỷ trọng GDP theo thành phần kinh tế (%)</b>				
Kinh tế Nhà nước	38,4%	37,3%	36,8%	37,4%
Kinh tế ngoài Nhà nước	45,6%	45,7%	46,1%	45,8%
Kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài	16,0%	17,0%	17,1%	16,8%

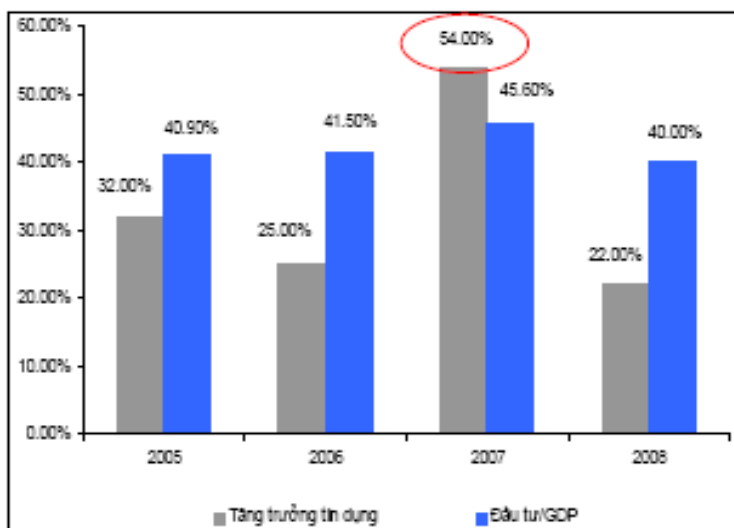
(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

### Phụ lục 6: Tỷ lệ tăng trưởng đầu tư và tiêu dùng hàng năm



(Nguồn: CTCK VN-Direct)

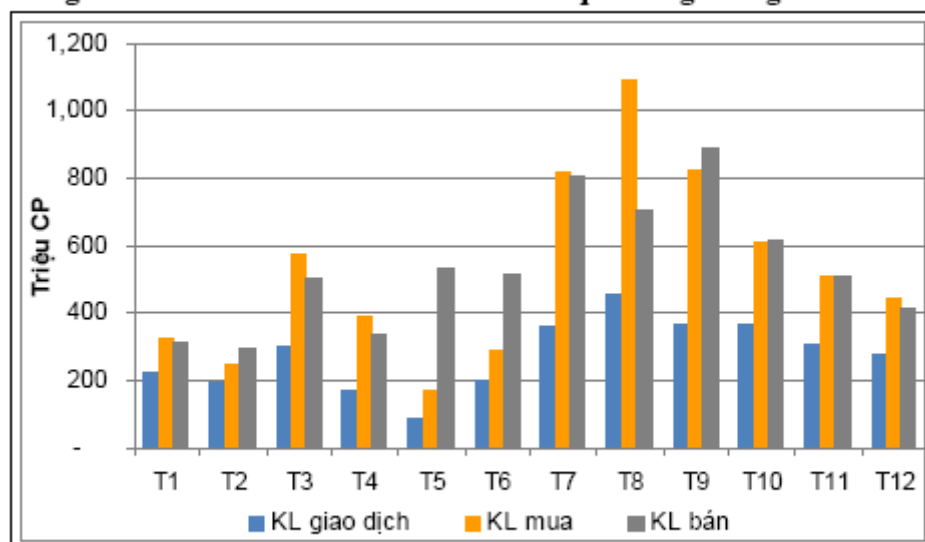
### Phụ lục 7: Tăng trưởng tín dụng và đầu tư



(Nguồn: CTCK VN-Direct)

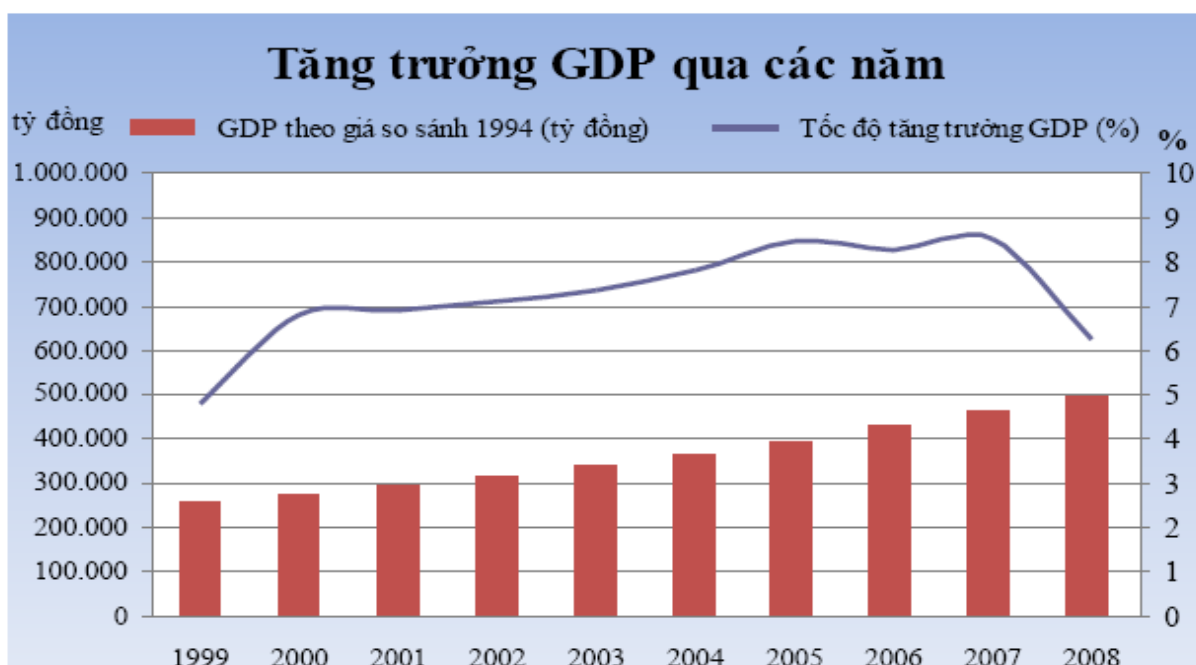
**Phụ lục 8:**

**Bảng so sánh KLGD so với KL mua-bán qua từng tháng trên HOSE**



*Nguồn: VNDirect*

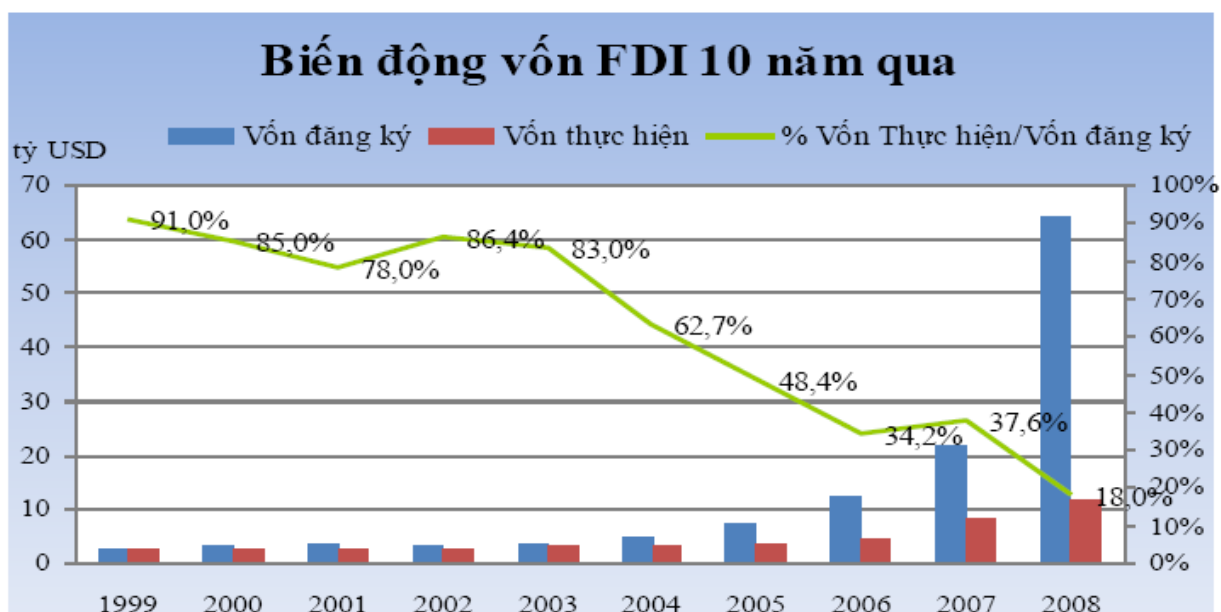
**Phụ lục 9:**



*(Nguồn: Tổng Cục thống kê)*

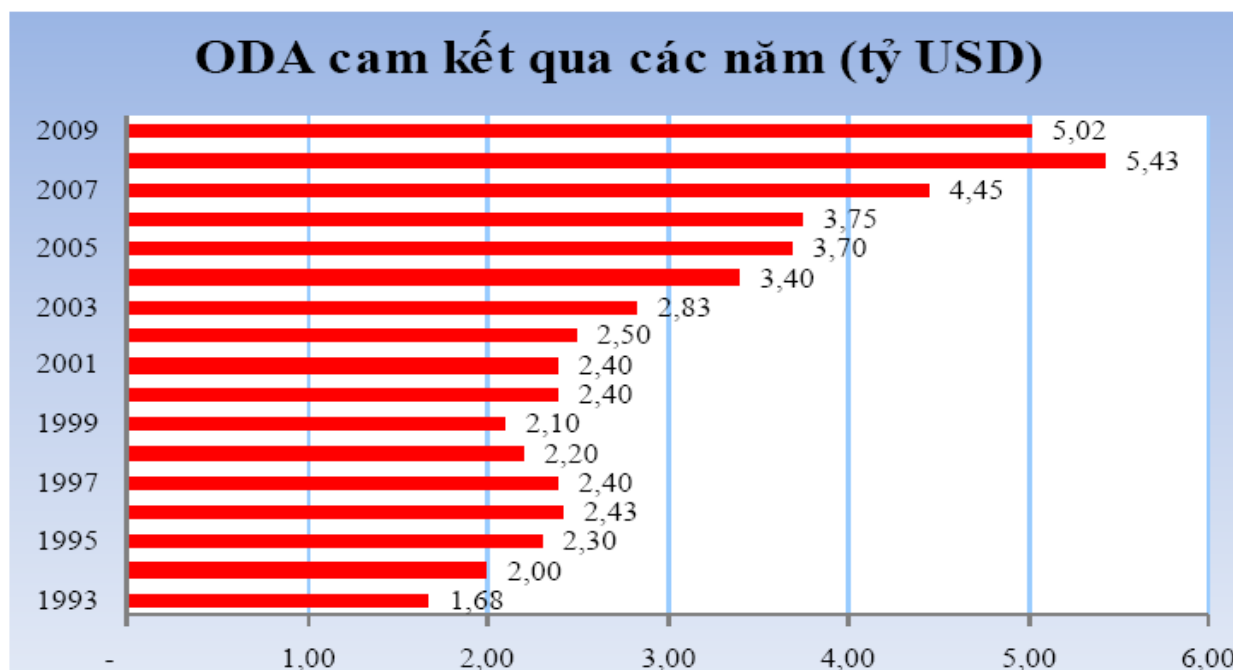


**Phụ lục 10:**



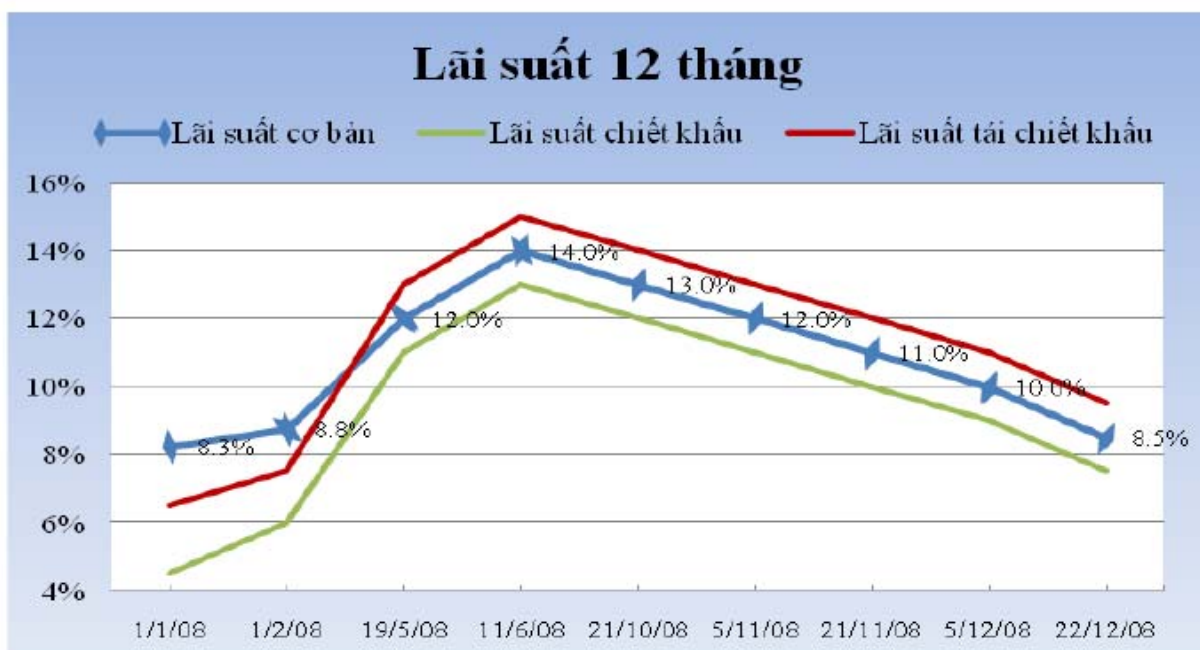
(Nguồn: Tổng cục thống kê)

**Phụ lục 11:**



(Nguồn: Bộ Kế hoạch - Đầu tư)

**Phụ lục 12:**



(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

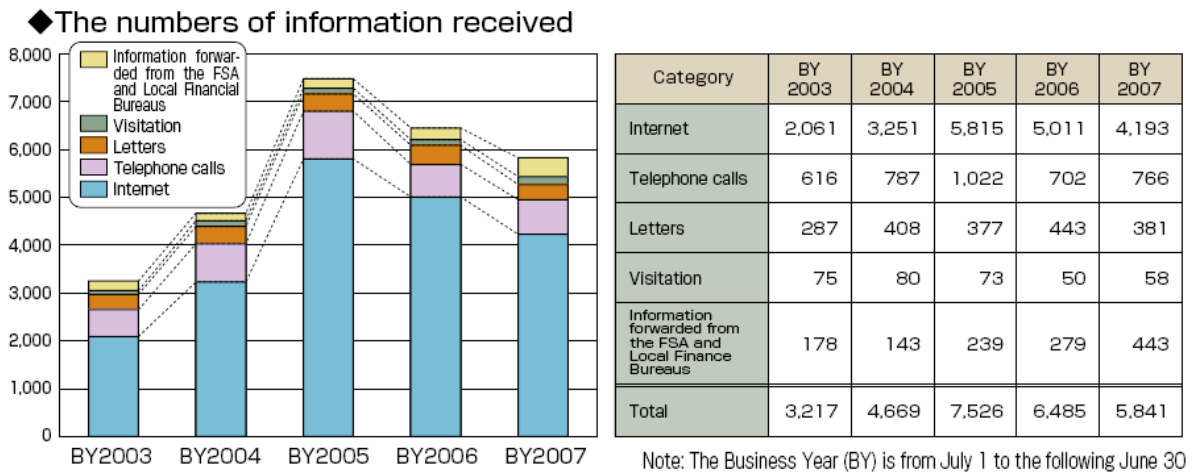
**Phụ lục 13: Tình hình tăng giảm chứng khoán niêm yết năm 2008**

		Toàn thị trường	Cổ phiếu	Trái phiếu	Chứng chỉ quỹ
Quý 1	Niêm yết mới	290.188,65	285.528,65	4.660,00	
	Niêm yết bổ sung	214.690,73	214.690,73		
Quý 2	Niêm yết mới	163.382,85	82.736,85		80.646,00
	Niêm yết bổ sung	85.368,05	85.368,05		
	Hủy niêm yết	502.396,44		502.396,44	
Quý 3	Niêm yết mới	83.064,00	83.064,00		
	Niêm yết bổ sung	125.958,05	125.958,05		
	Hủy niêm yết	10.040,00		10.040,00	
Quý 4	Niêm yết mới	832.933,00	832.933,00		
	Niêm yết bổ sung	106.901,20	106.901,20		
	Hủy niêm yết	14.530,00		14.530,00	

Đvt: 1000 CK

(Nguồn: UBCKNN)

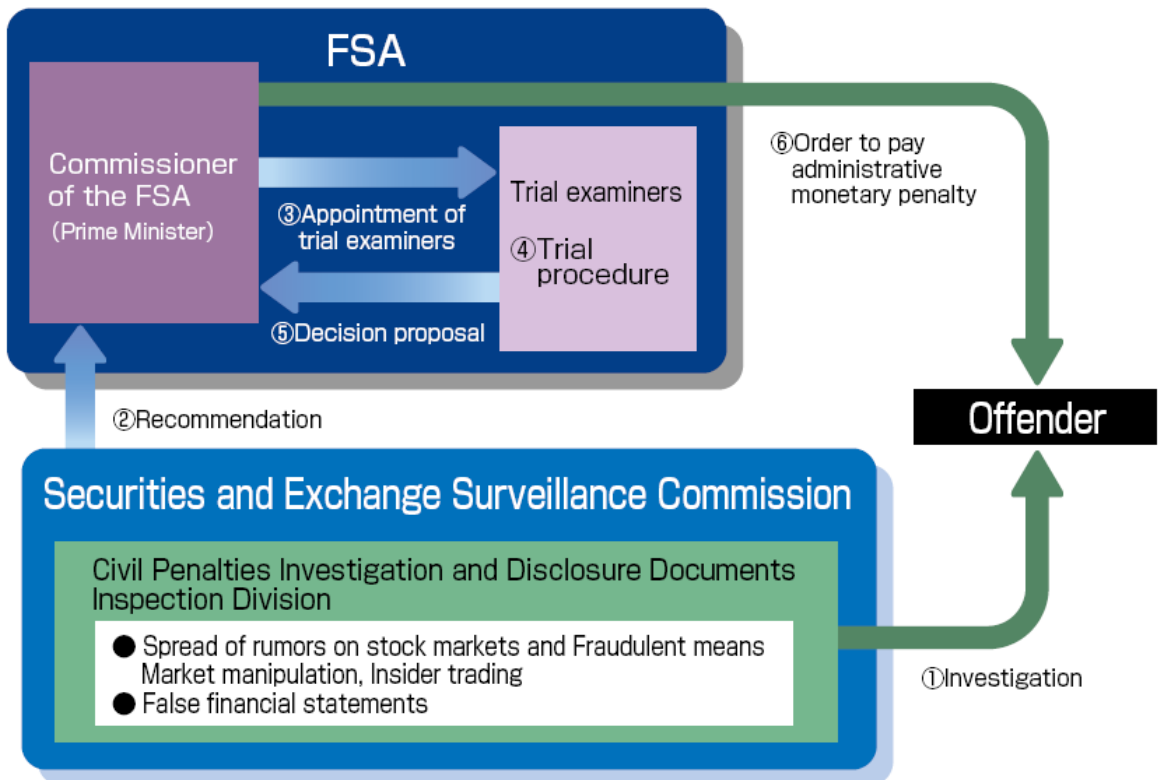
### Phụ lục 14: Số thông tin nhận được hàng năm tại SESC



(Nguồn: SESC Annual Report 2007/2008)

### Phụ lục 15: Môi quan hệ giữa FSA và SESC của Nhật Bản

◆ The basic concept of administrative monetary penalty system



(Nguồn: SESC Annual Report 2007/2008)

## **Phụ lục 16: Kinh nghiệm giám sát giao dịch chứng khoán của Úc**

Tại Úc, Phòng Quản lý Thành viên của Sở GDCK có chức năng giám sát các công ty chứng khoán thành viên thông qua việc kiểm tra tuân thủ quy chế thành viên của SGDCK, Trung tâm Lưu ký chứng khoán, Trung tâm Thanh toán bù trừ. Phòng Quản lý Thành viên được chia thành 4 bộ phận, phụ trách các mảng sau:

- Giám sát tuân thủ (Compliance Services)
- Giám sát thị trường (Surveillance)
- Quản lý rủi ro (Prudent Risk Management)
- Điều tra (Investigation)

Luật chứng khoán Úc quy định đối với các công ty đang niêm yết điều chỉnh hoạt động của tất cả các tổ chức niêm yết, bao gồm các nội dung sau:

- Công bố thông tin liên tục
- Công bố thông tin định kỳ
- Báo cáo bổ sung theo yêu cầu
- Niêm yết chứng khoán và các điều kiện niêm yết chứng khoán
- Hạn chế phát hành thêm chứng khoán khi chưa có sự thông qua của cổ đông
- Điều kiện chuyển nhượng và đăng ký chứng khoán
- Giao dịch của các bên có liên quan và giao dịch nội bộ, giao dịch của cổ đông lớn
- Công bố thông tin về quản trị công ty

Tại Úc, Hiệp hội Chứng khoán Úc (ASIAL - Australian Securities Industry Association Limited)<sup>1</sup> đưa ra và duy trì thực hiện các chuẩn mực cao nhất về hành vi ứng xử của các cá nhân, tổ chức, doanh nghiệp tham gia thị trường chứng khoán Australia.

Để trở thành thành viên của Hiệp hội, một công ty chứng khoán dù lớn hay nhỏ cũng phải đáp ứng được các yêu cầu cao nhất về chất lượng và dịch vụ.

- Thành viên phải thực hiện các hoạt động nghiệp vụ vì lợi ích của công chúng.
- Thành viên có tinh thần hợp tác khi giao dịch với khách hàng, với nhân viên, với các thành viên khác và với công chúng đầu tư nói chung.
- Thành viên không được cố tình đưa ra các thông tin sai sự thật dưới bất kỳ hình thức nào (văn bản, phát ngôn, ngụ ý) hoặc dấu hiệu sự thật có liên quan. Thành viên có trách nhiệm trung thực, chính xác khi quảng cáo dịch vụ, sản phẩm.
- Thành viên sẽ không đại diện cùng lúc cho các quyền lợi xung đột trừ khi có sự chấp thuận của các bên có liên quan sau khi cung cấp đầy đủ các thông tin cho các bên này.
- Thành viên sẽ không được hợp tác với bất kỳ doanh nghiệp nào để kinh

<sup>1</sup> <http://www.asial.com.au>

doanh bất hợp pháp.

- Thành viên không được cố tình xâm phạm danh tiếng của thành viên khác.
- Khi phát hiện thành viên khác có hành vi vi phạm đạo đức nghề nghiệp, thành viên có trách nhiệm thông báo lên Hiệp hội.
- Thành viên có trách nhiệm nâng cao hiểu biết nghề nghiệp qua trao đổi thông tin, kinh nghiệm với các thành viên khác hoặc qua sử dụng kỹ năng của mình, đào tạo các thành viên khác.
- Thành viên không được khăng định hay ngụ ý sử dụng mối quan hệ với Hiệp hội vượt quá tư cách thành viên của Hiệp hội và các mục tiêu, quy định, chính sách của Hiệp hội.

Thành viên sẽ hợp tác với nhau trong việc thực hiện và cưỡng chế thực thi chuẩn mực này.

Giám sát công bố thông tin và các quy định về niêm yết tại Australia

Để thực hiện chức năng giám sát, hàng ngày Phòng Quản lý Niêm yết của Sở GDCK thực hiện các hoạt động sau:

- Kiểm tra thông tin đăng tải trên các báo lớn về các công ty niêm yết để xem xét yêu cầu công ty niêm yết công bố thông tin nếu thấy cần thiết
- Kiểm tra tất cả các thông tin được công bố qua Sở GDCK để xem xét việc xác minh thông tin được công bố, yêu cầu công bố thông tin bổ sung hoặc kiểm tra việc tuân thủ các quy định khác về niêm yết
- Xử lý các đơn xin niêm yết
- Hỗ trợ các công ty niêm yết trong việc thực thi, tuân thủ các quy định về niêm yết.

Để đạt được hiệu quả giám sát, các chuyên gia của Phòng Quản lý niêm yết sẽ làm việc với các công ty niêm yết, thông báo để họ tham gia các khóa đào tạo hoặc buổi hướng dẫn do Phòng tổ chức với chủ đề là công bố thông tin liên tục, báo cáo tài chính, báo cáo quản trị công ty và cập nhật các thay đổi của quy chế.

*(Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Úc)*

### **Phụ lục 17: Kinh nghiệm giám sát giao dịch chứng khoán của Mỹ**

Tại Mỹ, Vụ Thực thi Luật pháp (Division of Enforcement) điều tra vụ việc nghi ngờ có vi phạm Luật chứng khoán và khuyến nghị lên Ủy ban Chứng khoán để xử phạt hành chính hoặc đưa ra tòa án liên bang để xử phạt hình sự. Đồng thời, Vụ này có trách nhiệm thay mặt Ủy ban để thảo luận về các biện pháp giải quyết vụ việc tại Tòa. Tuy nhiên, hoạt động thanh tra và xử phạt của đơn vị này không chỉ dựa trên cơ sở các vụ việc do Văn phòng Giám sát Tuân thủ và Kiểm tra chuyên sang. Đơn vị này có thể thực hiện việc thu thập các chứng cứ về vi phạm tiềm năng từ nhiều nguồn, từ các hoạt động thanh tra giám sát của chính đơn vị, từ các đơn vị khác trong UBCK, các tổ chức tự quản, các nguồn khác trong ngành chứng khoán, kể cả báo chí và khiếu nại của nhà đầu tư. Khác với những chương trình kiểm tra định kỳ, công khai của Văn phòng Giám sát Tuân thủ và Kiểm tra, mọi cuộc điều tra của Vụ Thực thi Luật Pháp đều được tiến hành một cách bí mật. Các sự kiện và bằng chứng được thiết lập một cách đầy đủ nhất thông qua các điều tra không chính thức, phỏng vấn nhân chứng, kiểm tra hồ sơ của công ty môi giới, rà soát dữ liệu giao dịch và các phương pháp điều tra khác. Khi SEC đã đưa ra một lệnh điều tra chính thức, các nhân viên điều tra của Vụ này có quyền buộc các nhân chứng phải đưa ra lời khai và xuất trình sổ sách, chứng từ cũng như các tài liệu khác. Sau khi điều tra, Vụ Thực thi Luật pháp sẽ đệ trình lên SEC để xem xét. Tùy từng trường hợp, SEC có thể cho phép thực hiện thủ tục tố tụng tại Tòa liên bang hoặc xử phạt hành chính. Các hành vi vi phạm có thể dẫn đến việc bị Vụ Thực thi Luật pháp tiến hành điều tra và xử phạt bao gồm: giao dịch nội gián, bỏ qua thông tin quan trọng hoặc cố ý đưa tin sai lệch, thao túng giá và thị trường, ăn cắp chứng khoán của khách hàng, vi phạm trách nhiệm đối xử công bằng với khách hàng, bán chứng khoán mà không thực hiện thủ tục đăng ký phát hành. Việc áp dụng xử phạt hành chính hay đưa ra tòa được SEC quyết định dựa trên: mức độ nghiêm trọng của vi phạm, bản chất kỹ thuật của vấn đề và những thủ đoạn được sử dụng khi vi phạm.

Trong cơ cấu của Ủy Ban Chứng khoán và Thị trường Chứng khoán Mỹ (SEC), Văn phòng Giám sát Tuân thủ và Kiểm tra (Office of Compliance Inspection and Examination) thực hiện các nhiệm vụ kiểm tra và giám sát các tổ chức tự quản, các công ty kinh doanh môi giới chứng khoán, các đại lý chuyên nhượng, các công ty thanh toán, các công ty đầu tư, quỹ đầu tư và các công ty tư

vấn đầu tư. Văn phòng này tiến hành các đợt kiểm tra định kỳ, thường xuyên nhằm đảm bảo sự tuân thủ luật pháp, phát hiện các vi phạm, đảm bảo cho UBCK luôn có đầy đủ thông tin về những diễn biến trong cộng đồng các đối tượng được quản lý. Một trong những mục tiêu quan trọng hàng đầu của các chương trình kiểm tra do đơn vị này thực hiện là nhằm khắc phục những vấn đề tuân thủ một cách nhanh chóng và trên cơ sở không chính thức. Khi đơn vị này phát hiện bất cứ thiếu sót nào, họ sẽ gửi một ‘thư cảnh báo về thiếu sót’ xác định vấn đề cần sửa chữa và giám sát tình hình tuân thủ của đối tượng quản lý cho đến khi sai phạm được khắc phục. Những vi phạm trầm trọng không thể khắc phục bằng thủ tục này sẽ được chuyển sang Phòng Thực thi Luật pháp xử lý<sup>2</sup>.

Hiệp hội Kinh doanh chứng khoán của Mỹ (NASD-National Association of Securities Dealers) là tổ chức tự quản lớn nhất trên thế giới trong lĩnh vực tài chính. Tổ chức này tham gia vào mọi lĩnh vực của ngành chứng khoán. Theo quy định của luật pháp, mọi công ty chứng khoán khi tiến hành các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán với công chúng Mỹ đều phải đăng ký với NASD<sup>3</sup>. Hiện tại, tổ chức này quản lý tới 5.160 công ty môi giới (brokerage firms) và hơn 663.535 nhà môi giới chứng khoán (stockbrokers) và đại diện giao dịch (registered representatives). NASD quản lý danh sách các công ty chứng khoán, đưa ra các quy định để điều chỉnh hoạt động của các công ty, giám sát việc tuân thủ các quy định và khi cần thiết sẽ áp dụng các biện pháp cưỡng chế đối với các tổ chức vi phạm quy định.

*Nguồn: Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC)*

---

<sup>2</sup> Tài liệu tư vấn của chuyên gia SEC Mỹ- Robert Strahota – 15/12/2006

<sup>3</sup> <http://www.nasd.com/RulesRegulation/index.htm>

## **Phụ lục 18: Kinh nghiệm giám sát giao dịch chứng khoán của Nhật Bản**

Ở Nhật Bản<sup>4</sup>, Hiệp hội kinh doanh chứng khoán (JSDA) đưa ra các hệ thống quy định sau:

- Điều lệ Hiệp hội (bao gồm Điều lệ Hiệp hội - Articles of Association, Quy chế thực thi Điều lệ Hiệp hội - Articles of Association Enforcement Regulations)
- Quy tắc thực hiện giao dịch (Fair Business Practice Regulations) gồm:
  - Quy chế giao dịch chứng khoán OTC (Regulations Concerning Over-the-Counter Securities (Fair Business Practice Regulations No.1))
  - Quy chế phát hành chứng khoán Green Sheet (Regulations Concerning Green Sheet Issues (Fair Business Practice Regulations No.2))
  - Quy chế công bố giá tham chiếu chứng khoán OTC (Regulations Concerning Publication of Over-the-Counter Trading Reference Prices, etc., of Bonds and Trading Prices (Fair Business Practice Regulations No.3))
  - Quy chế giao dịch chứng khoán nước ngoài (Regulations Concerning Foreign Securities Transactions (Fair Business Practice Regulations No.4))
  - Quy chế mua bán chứng khoán ngoài Sở giao dịch của các chứng khoán niêm yết (Regulations Concerning Off-exchange Purchase and Sale, etc. of Listed Stocks, etc. (Fair Business Practice Regulations No.5))
  - Quy chế lưu ký chứng khoán (Regulations Concerning Acceptance, etc., of Deposit of Securities, etc. (Fair Business Practice Regulations No.6))
  - Quy chế quảng cáo và chào phí giao dịch, môi giới (Regulations Concerning Advertising and Premium Offers (Fair Business Practice Regulations No.7))
  - Quy chế nhân viên hành nghề chứng khoán (Regulations Concerning Employees of the Securities Industry (Fair Business Practice Regulations No.8))
  - Quy chế Tư vấn đầu tư và Quản lý khách hàng của thành viên Hiệp hội (Regulations Concerning Solicitation for Investments and Management of Customers, etc., by Association Members (Fair Business Practice Regulations No.9))
  - Quy chế giao dịch Hợp đồng tương lai các chứng khoán nước ngoài (Regulations Concerning Foreign Securities Futures Transactions, etc. (Fair Business Practice Regulations No.11))
  - Quy chế Xác nhận và kiểm tra sự cố giao dịch (Regulations

<sup>4</sup> [http://www.jsda.or.jp/html/eigo/rule\\_i.html](http://www.jsda.or.jp/html/eigo/rule_i.html)



Concerning Application for Confirmation and Examination, etc., of Securities Incident (Fair Business Practice Regulations No.12))

- (Quy chế kiểm soát nội bộ đối với các thành viên Hiệp hội) Regulations Concerning Internal Administrators, etc., of Association Members (Fair Business Practice Regulations No.13)
- Quy chế bảo lãnh phát hành chứng khoán (Regulations Concerning Underwriting of Securities (Fair Business Practice Regulations No.14))
- Quy chế cấp phép và đăng ký đại diện giao dịch của thành viên Hiệp hội (Regulations Concerning Qualification and Registration of Sales Representatives of Association Members (Fair Business Practice Regulations No.15))
- Quy chế đại lý chứng khoán (Regulations Concerning Securities Sales Agent (Fair Business Practice Regulations No.16)

Tại Nhật bản, FSA (Financial Supervisory Agency) là cơ quan giám sát toàn bộ thị trường tài chính, trong đó Ủy ban Giám sát Chứng khoán và Thị trường Chứng khoán (SESC-Securities and Exchange Surveillance Commission) thuộc quyền quản lý trực tiếp của FSA. Trong mô hình này, các đơn vị chuyên môn tại FSA thực hiện chức năng quản lý, bao gồm Vụ Quản lý Ngân hàng I và II (Bank Division I, II), Vụ Quản lý Bảo hiểm (Insurance Business Division), Vụ Quản lý Chứng khoán (Securities Business Division), trong khi SESC đơn thuần thực hiện chức năng giám sát với Phòng Giám sát Thị trường (Market Surveillance Division), Phòng Giám sát Tuân thủ (Compliance Inspection Office), Phòng Giám sát Công bố Thông tin và Điều tra Xử phạt Dân sự (Civil Penalties Investigation & Disclosure Document Inspection Division) và Phòng Cưỡng chế Thực thi luật pháp (Enforcement Division)<sup>5</sup>. Như vậy trong mô hình này, UBCK Nhật chỉ thực hiện chức năng giám sát.

Do chỉ tập trung thực hiện chức năng giám sát, các đơn vị trực thuộc SESC chia làm hai mảng: công tác giám sát tuân thủ do Phòng Giám sát Thị trường và Phòng Giám sát Tuân thủ thực hiện; công tác thanh tra, xử phạt do Phòng Cưỡng chế Thực thi luật pháp thực hiện. Tuy nhiên, có một ngoại lệ là Phòng Giám sát Công bố Thông tin và Điều tra Xử phạt Dân sự lại thực hiện chức năng kép, bao gồm giám sát việc thực hiện các quy định về công bố thông tin và xử phạt dân sự. Lý do khiến SESC duy trì một đơn vị vừa thực hiện chức năng giám sát vừa thực hiện chức năng xử phạt là do những vi phạm trong lĩnh vực công bố thông tin chủ yếu là những vi phạm mang tính hành chính.

*(Nguồn: SESC annual report 2007/2008)*

---

<sup>5</sup> Nguồn: [http://www.fsa.go.jp/en/about/about01\\_menu.html](http://www.fsa.go.jp/en/about/about01_menu.html)

## **Phụ lục 19: Kinh nghiệm giám sát giao dịch chứng khoán của Hàn Quốc**

Theo quy định về Quy tắc hành nghề của KSDA (Business Practice), nhà tư vấn đầu tư phải được cấp một trong 2 loại chứng chỉ sau:

- Chứng chỉ tư vấn đầu tư hợp đồng tương lai (cho phép tiến hành nghiệp vụ đối với tất cả các công cụ tài chính như cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ, hợp đồng tương lai, quyền chọn và các chứng khoán phái sinh giao dịch OTC);
- Chứng chỉ tư vấn đầu tư chứng khoán (giới hạn ở cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ và các giấy tờ có giá).

Tại TTCK Hàn quốc, chức năng giám sát được chuyên biệt hóa:

- FSC (Financial Supervisory Commission) là cơ quan trực thuộc Chính phủ, thực hiện việc quản lý ở cấp cao nhất đối với thị trường chứng khoán. Các vụ chức năng của FSC thực hiện chức năng lập chính sách, xây dựng quy định liên quan đến giám sát TTCK và cấp phép cho các định chế tham gia thị trường chứng khoán. Để thực hiện nhiệm vụ giám sát thị trường chứng khoán, FSC thành lập hai tổ chức trực thuộc, được gọi là hai “cánh tay giám sát” chuyên biệt là FSS và SFC.
- FSS (Financial Supervisory Services) trực thuộc FSC, là cơ quan thừa hành, kiểm tra và giám sát các định chế tham gia thị trường tài chính, có 26 Vụ, 2 Văn phòng, 1600 nhân viên. Kinh phí hoạt động do cả hai khu vực nhà nước và tư nhân tài trợ, thực hiện chức năng giám sát và thanh tra các tổ chức và các định chế tham gia thị trường tài chính, trong đó có các định chế trên TTCK như: công ty đại chúng, công ty chứng khoán, các công ty quản lý quỹ, quỹ đầu tư.
- SFC (Securities and Future Commission), kinh phí hoạt động do Chính phủ tài trợ, thực hiện việc giám sát và thanh tra các hành vi vi phạm trên thị trường chứng khoán và hợp đồng tương lai, giám sát việc thực hiện các quy định về kiểm toán, kế toán;

## **Phụ lục 20: Kinh nghiệm giám sát giao dịch chứng khoán của Braxin**

**Bộ phận giám sát tuân thủ:** chức năng chính là giám sát tuân thủ việc thực hiện các quy định của Sở GDCK, Trung tâm lưu ký chứng khoán, Trung tâm thanh toán bù trừ. Bộ phận này gồm có một trưởng nhóm giám sát tuân thủ và một số nhân viên tư vấn tuân thủ. Nhân viên tư vấn tuân thủ là các chuyên gia có kinh nghiệm trong lĩnh vực giám sát môi giới, kế toán, kiểm toán và hoạt động của thị trường chứng khoán. Mỗi công ty chứng khoán sẽ do một nhân viên tư vấn tuân thủ phụ trách. Nhiệm vụ của Bộ phận Giám sát tuân thủ là kiểm tra việc tuân thủ quy định của các thành viên, tăng cường tuân thủ bằng cách phối hợp chặt chẽ với bộ phận tuân thủ và đội ngũ quản lý của các công ty chứng khoán thành viên, hướng dẫn các thành viên trong việc thực thi các quy định. Khi phát hiện các lỗi vi phạm nghiêm trọng quy chế thành viên của Sở GDCK, bộ phận giám sát tuân thủ sẽ chuyển vụ việc sang Bộ phận điều tra. Đối với các lỗi vi phạm quy định của Luật Doanh nghiệp, vụ việc sẽ được chuyển sang Bộ phận Thanh tra và Cơ chế Thực thi của Ủy ban Chứng khoán và Đầu tư.

**Bộ phận Giám sát Thị trường:** có chức năng quan trọng trong việc giữ vững sự ổn định của thị trường thông qua giám sát kịp thời, liên tục các hoạt động giao dịch của các chứng khoán niêm yết. Bộ phận này sẽ phát hiện các giao dịch bất thường về giá và khối lượng giao dịch, cụ thể giám sát các nội dung sau:

- Công bố thông tin liên tục
- Giao dịch nội gián và thao túng thị trường
- Vi phạm quy định về giao dịch.

Bộ phận này gồm các thanh tra viên và điều tra viên cũng như một số chuyên gia phân tích về giám sát và giao dịch nội gián (những người có nhiều kinh nghiệm về quy tắc, thông lệ giao dịch và hành vi ứng xử của thị trường).

Bộ phận Giám sát Thị trường sử dụng công cụ giám sát và kiểm tra điện tử thông qua hệ thống máy tính hỗ trợ giám sát trực tuyến và cho phép phát hiện các diễn biến bất thường về giá và khối lượng giao dịch. Hệ thống dữ liệu giao dịch cung cấp cho các nhà phân tích tiếp cận với các thông tin thống kê và hiện thời, kết nối các hoạt động thị trường đang cần điều tra với những nhân vật có liên quan.

Các nhân viên phân tích thị trường cũng giữ mối liên hệ thường xuyên với các công ty chứng khoán thành viên để hiểu rõ diễn biến thị trường và các tác nhân ảnh

hưởng.

Nhân viên Bộ phận Giám sát Thị trường thường xuyên đến kiểm tra tại chỗ các công ty môi giới. Điều này đảm bảo nhận thức của các công ty chứng khoán về sự tồn tại và các hoạt động của Bộ phận Giám sát Thị trường và cũng giúp cho các nhân viên phân tích nắm bắt được tình hình thị trường.

Đối với các giao dịch không bình thường mà không có lý do chính đáng, khả năng có thao túng thị trường là rất cao. Trong tình huống này, vụ việc sẽ được chuyển tới các bộ phận sau:

- Ủy ban Chứng khoán và Đầu tư để điều tra thêm và xử lý dân sự hoặc hình sự
- Phòng Giám sát của Sở GDCK để kiểm tra các sai phạm đối với các quy định của Sở GDCK
- Phòng Quản lý Thành viên của Sở GDCK để kiểm tra sai phạm trong công bố thông tin.

Hàng tháng, Bộ phận Giám sát Tuân thủ sẽ giám sát công ty môi giới-tự doanh chứng khoán thông qua hệ thống dữ liệu, nộp các thông tin giám sát này lên Phòng Giám sát tuân thủ của UBCK. Cách thức quản lý của Phòng chức năng này là sử dụng Hệ thống theo dõi dữ liệu giao dịch (audit trail)<sup>6</sup>. Đây là công cụ quản lý cho phép hệ thống giám sát phát hiện ra các hành vi sai phạm. Các dữ liệu giao dịch này được tập hợp từ 2 nguồn chính là: (1) các dữ liệu giao dịch công bố ra công chúng và (2) dữ liệu thanh toán giữa các bên tham gia giao dịch. Dữ liệu này cần nắm bắt tất cả các yếu tố liên quan đến thông tin giao dịch một cách chính xác và kịp thời.

**Bộ phận Quản lý rủi ro:** có chức năng giám sát tình hình tài chính của các thành viên nhằm tìm ra các điểm yếu hoặc vi phạm các quy định về vốn. Việc phát hiện sớm khó khăn về tài chính của các thành viên sẽ giúp bộ phận này có các biện pháp xử lý phù hợp, kịp thời. Bộ phận này cũng có chức năng xây dựng các quy định về vốn mà các thành viên phải tuân theo, bao gồm cả khung chính sách và cơ chế báo cáo nhằm đảm bảo việc xác định và giám sát tình hình tài chính của các thành viên được thực hiện đều đặn. Bộ phận này gồm có một trưởng bộ phận và một số chuyên gia phân tích kinh doanh có kinh nghiệm về kế toán và quản lý rủi ro. Trọng tâm giám sát của bộ phận này là tính ổn định về tài chính và phát hiện sớm

<sup>6</sup> <http://www.cvm.gov.br/ingl/inter/cosra/trail-e.asp>

các vấn đề về tài chính của thành viên. Khi phát hiện các sai phạm, vụ việc sẽ được chuyển sang Bộ phận Điều tra, nếu vi phạm ở mức độ nghiêm trọng Luật Doanh nghiệp thì sẽ chuyển qua Phòng Thanh tra của Ủy ban Chứng khoán và Đầu tư.

- **Bộ phận Điều tra:** xử lý các vụ việc nghi ngờ có sai phạm quy định của Sở GDCK, Trung tâm lưu ký chứng khoán. Bộ phận này gồm một trưởng nhóm và một nhóm các điều tra viên, chuyên gia phân tích có trình độ thuộc lĩnh vực luật pháp và điều tra. Bộ phận này phối hợp chặt chẽ với Phòng Thanh tra và Phòng Giám sát tuân thủ của Sở GDCK và với Ủy ban Chứng khoán và Đầu tư để cùng xử lý các vụ điều tra có liên quan.

Bộ phận Điều tra sẽ tiến hành xem xét các vụ việc do Bộ phận Giám sát tuân thủ, Bộ phận Thanh tra và Bộ phận Quản lý rủi ro chuyển qua khi nghi ngờ có sai phạm quy chế thành viên. Khi tiến hành điều tra, các điều tra viên của Bộ phận Thanh tra có thể phỏng vấn trực tiếp thành viên và đại diện của tổ chức này, điều tra các báo cáo, dữ liệu, hoạt động của thành viên nhằm đối chiếu với quy chế thành viên. Khi phát hiện thành viên thực sự đã vi phạm quy định của quy chế thành viên, vụ việc sẽ được chuyển tới Phòng Thanh tra và Cơ chế thực thi của Sở GDCK để Sở GDCK có các biện pháp kỷ luật trước khi chuyển vụ việc ra toà án nếu vi phạm ở mức độ nghiêm trọng.

Nếu thành viên và đại diện của thành viên vi phạm quy định của Luật Doanh nghiệp, Bộ phận Điều tra sẽ báo cáo lên Ủy ban Chứng khoán và Đầu tư để tiến hành điều tra thêm nếu cần thiết

*(Nguồn: Ủy ban chứng khoán và Đầu tư Braxin - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br))*

## **Phụ lục 21: Kinh nghiệm giám sát giao dịch chứng khoán của Anh, Hongkong và Thái Lan**

FSA – Cơ quan Giám sát Tài chính Anh Quốc là một cơ quan quản lý dựa trên đánh giá rủi ro (risk based regulator) như vậy. FSA thực hiện quản lý theo một khuôn khổ gọi là ARROW (Advanced, Risk-Responsive Operating Framework), nghĩa là Khuôn khổ Quản lý Tiên tiến và nhằm mục tiêu đối phó với rủi ro. Phương thức quản lý của FSA dựa trên việc xác định và tuyên bố rõ ràng những mục tiêu thực tiễn và những giới hạn quản lý, tính tất yếu và nhận thức về việc không thể loại trừ toàn bộ các rủi ro cũng như những bất cập của hệ thống tài chính. Từ đó, FSA tập trung các nguồn lực để giảm thiểu một cách hữu hiệu nhất các rủi ro này.<sup>7</sup> Dựa trên phương châm này, FSA cũng như nhiều cơ quan quản lý chứng khoán khác thực hiện chức năng quản lý của mình thông qua việc đặt ra những tiêu chí để cấp phép và duy trì giấy phép đối với các tổ chức phát hành, các định chế trung gian thị trường và người hành nghề.

Tại Hongkong, nguyên tắc tách biệt công tác giám sát tuân thủ và thanh tra xử phạt được tuân thủ tuyệt đối. Trong cơ cấu của SFC của Hong Kong có Vụ Cường chế Thực thi Luật pháp (Enforcement Department) thực hiện việc điều tra và xử phạt và Vụ Giám sát Thị trường (Supervision of Markets Department) thực hiện công tác giám sát các định chế trung gian thị trường và các tổ chức tự quản.<sup>8</sup>

Tại Thái Lan, các giao dịch bất thường được xem xét trong giám sát thị trường quy định tại Luật chứng khoán và Sở giao dịch chứng khoán (1992) bao gồm<sup>9</sup>:

- Giao dịch nội gián: các giao dịch tiến hành bởi nội bộ và người có liên quan đến loại chứng khoán niêm yết, dựa vào nguồn tin nội bộ có được.
- Thao túng thị trường: giao dịch tiến hành bởi một nhóm nhà đầu tư cá nhân hoặc tổ chức khiến cho các nhà đầu tư khác tham gia vào giao dịch chứng khoán đó.
- Công bố thông tin sai sự thật: tin đồn hoặc các thông tin sai sự thật làm sai lệch quyết định đầu tư của công chúng đầu tư.

<sup>7</sup> Nguồn: <http://www.fsa.gov.uk>

<sup>8</sup> <http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/aboutsfc/structure/structure.html>

<sup>9</sup> <http://www.set.or.th>

**Các bước giám sát tại SGDCK Thái Lan**

**Bước 1:** Khi có cảnh báo, nhân viên giám sát giao dịch sẽ tìm hiểu nguyên nhân cảnh báo, tìm hiểu các nhân tố có thể tạo ra thay đổi giao dịch bất thường như các thông tin quan trọng được công bố ra công chúng. Nếu không có đủ căn cứ để giải thích, sự việc sẽ chuyển sang giai đoạn điều tra sơ bộ.

**Bước 2:** Điều tra sơ bộ: trong giai đoạn này, hệ thống điều tra được sử dụng để theo dõi và phân tích nguyên nhân, dựa trên các thông tin được báo cáo, dữ liệu công ty và dữ liệu giao dịch. Nếu có bằng chứng về các hành vi vi phạm, vụ việc được chuyển sang giai đoạn điều tra chính thức do bộ phận điều tra tách biệt thực hiện để tránh định kiến.

**Bước 3:** Điều tra chính thức: nhân viên điều tra tiếp cận các thông tin liên quan từ hệ thống dữ liệu. Nếu không có bằng chứng chắc chắn về sự vi phạm, vụ điều tra sẽ được khép lại. Nếu có bằng chứng chắc chắn về hành vi sai phạm, vụ việc sẽ được chuyển lên cơ quan có thẩm quyền (UBCK) để xử phạt.

*(Nguồn: Cơ quan giám sát Tài chính Anh, Hongkong, UBCK Thái Lan)*

## **Phụ lục 22: Kinh nghiệm hoạt động của HHKDCK một số nước**

Ở Trung Quốc, hầu hết các công ty chứng khoán đều là thành viên của Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán (Securities Industry Association), cùng tham gia xây dựng điều lệ hoạt động của Hiệp hội và điều lệ này sẽ được nộp lên UBCK.

Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán thực hiện các chức năng sau<sup>10</sup>:

- (1) hỗ trợ UBCK trong việc phổ cập và hướng dẫn thực hiện luật và các quy định về chứng khoán có liên quan tới các thành viên;
- (2) bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các thành viên và báo cáo lên UBCK các đề xuất và kiến nghị của thành viên;
- (3) thu thập và xử lý các thông tin về chứng khoán và cung cấp dịch vụ cho các thành viên;
- (4) đưa ra quy định cho các thành viên, tổ chức các khoá đào tạo nghiệp vụ cho nhân viên các công ty chứng khoán thành viên và tạo điều kiện trao đổi về nghiệp vụ giữa các thành viên;
- (5) làm trung gian hoà giải cho các thành viên hoặc cho thành viên và khách hàng của các tổ chức này;
- (6) tổ chức nghiên cứu về phát triển, vận hành và các vấn đề khác liên quan đến thị trường chứng khoán;
- (7) giám sát và kiểm tra hành vi ứng xử của các thành viên tuân theo các quy định

Tại Hàn Quốc, Hiệp hội Kinh doanh chứng khoán (KSDA), thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi các quy định của tổ chức mình, đưa ra các quy định, bao gồm<sup>11</sup>:

- Quy tắc ứng xử công bằng (tư vấn đầu tư, quản lý khách hàng và quảng cáo của công ty chứng khoán thành viên và nhân viên hành nghề chứng khoán);
- Quy chế Bảo lãnh phát hành chứng khoán;

<sup>10</sup> Luật chứng khoán Trung Quốc

<sup>11</sup> <http://www.ksda.or.kr/english/intro/operations.cfm>



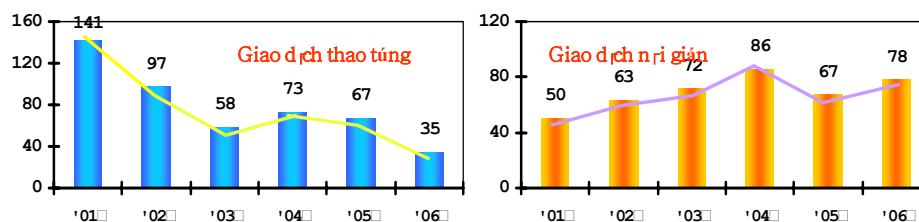
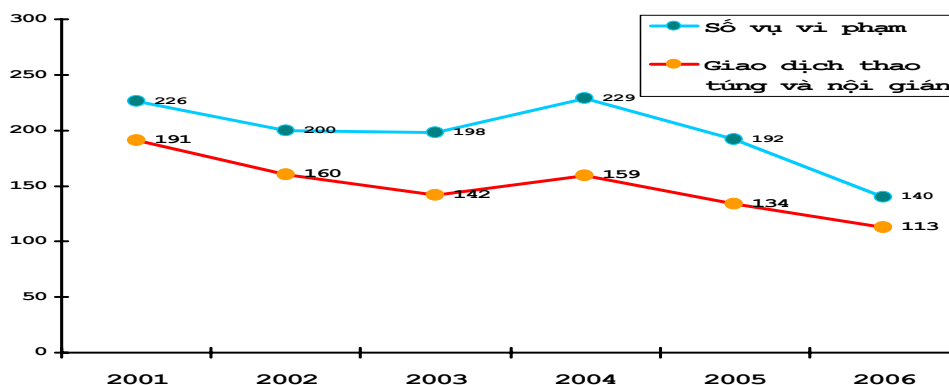
- Quy chế về quản lý hợp đồng với khách hàng của các công ty chứng khoán;
- Quy chế công bố thông tin của các giao dịch trái phiếu OTC;

Tại Nhật Bản<sup>12</sup>, Hiệp hội kinh doanh chứng khoán (JSDA) đưa ra các hệ thống quy định sau:

- Điều lệ Hiệp hội (bao gồm Điều lệ Hiệp hội - Articles of Association, Quy chế thực thi Điều lệ Hiệp hội - Articles of Association Enforcement Regulations)
- Quy tắc thực hiện giao dịch (Fair Business Practice Regulations).

(Nguồn: UBCK Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản)

### Phụ lục 23: Số vi phạm phát hiện tại TTCK Hàn Quốc



(Nguồn: SGDCK Hàn Quốc – [www.ksx.or.kr](http://www.ksx.or.kr))

<sup>12</sup> [http://www.jsda.or.jp/html/eigo/rule\\_i.html](http://www.jsda.or.jp/html/eigo/rule_i.html)

## **Phụ lục 24: Giải thích một số chỉ tiêu giám sát được đề xuất ở Chương 3**

### **Từ chỉ tiêu số 1 đến số 6**

Mức biến động khối lượng đặt mua (đặt bán) cho từng cổ phiếu của các chỉ tiêu từ 1 đến 6 được xác định theo tốc độ biến động khối lượng đặt mua (đặt bán), và được tính theo công thức:

$$r_t = \frac{(q_t - q_{t-1})}{q_{t-1}} \times 100$$

với:  $r_t$ : *Tốc độ biến động khối lượng đặt mua (đặt bán)*  
 $q_t$ ;  $q_{t-1}$ : *KL đặt mua (đặt bán) của phiên giao dịch t và t-1*

### **Chỉ tiêu số 13**

Xác định mẫu giao dịch chuẩn của khối lượng trong ngày, trên cơ sở đối chiếu giao dịch trong ngày với mẫu giao dịch chuẩn, đưa ra cảnh báo cuối phiên trong trường hợp khối lượng giao dịch trong ngày không theo xu hướng biến động của mẫu giao dịch chuẩn và vượt khỏi mức sai số cho phép về thời gian trong khoảng T (T là thời gian chọn để xác định mẫu giao dịch chuẩn, có thể lựa chọn theo khoảng thời gian hay theo một giai đoạn tùy thuộc vào y/c người sử dụng).

Công thức xác định mẫu giao dịch chuẩn:

- T (tháng): là tham số đại diện cho khoảng thời gian được chọn để xác định mẫu giao dịch chuẩn. Tương ứng với x ngày giao dịch. T có khả năng khai báo lại.

- t (phút): là khoảng thời gian được chọn để xác định các điểm (theo phương pháp trung bình cộng) trong phiên giao dịch để từ đó tìm ra được các điểm nhằm xác định đường mẫu giao dịch chuẩn trong ngày (thông qua việc xác định khối lượng ở từng điểm t đó) (t có thể khai báo lại với giá trị từ 1,.. 10 phút)

- Ví dụ: Xác định mẫu giao dịch chuẩn của khối lượng trong phiên với thời gian chọn mẫu là 3 tháng (T=3), thời điểm để xác định khối lượng trong phiên là 5' tính lại một lần (như vậy t=5). Vậy khối lượng tạm khớp bình quân

sau mỗi khoảng thời gian 5 phút trong các phiên giao dịch trong vòng chọn mẫu 3 tháng sẽ là:

$i = 1, \dots, 90$  ngày;  $t$  5 phút tính lại một lần

$$q_t = \frac{q_i}{90}$$

Tiếp theo việc lấy mẫu  $T$  được thực hiện theo 2 trường hợp 13.a và 13.b như sau:

13.a. Mẫu giao dịch chuẩn được tự động xác định theo  $T$ , tương ứng và có ý nghĩa là  $x$  ngày giao dịch ngay trước ngày cần so sánh. (sau 1 ngày giao dịch khoảng lấy mẫu sẽ được tự động tính lùi lại 1 ngày tương ứng với tổng số ngày lấy mẫu không đổi) VD: Giả sử  $T = 3$  tháng, sau khi kết thúc phiên giao dịch ngày 01/03 thì  $T$  sẽ là các ngày từ ngày 01/12 (đã cắt bỏ đi số liệu ngày 30/01 (ngày đầu tiên của 3 tháng trước đó) và tự động cộng thêm số liệu của ngày 01/03.

13.b. Mẫu giao dịch chuẩn được xác định cứng theo thời gian ví dụ là 3 tháng, và không tự động chạy ngày lấy mẫu khi kết thúc 1 ngày giao dịch như trường hợp 13.a. ( $T$ -có thể khai báo ví dụ là 1,2,3, 4 tới  $n$ ... tháng) và  $T$  tháng đã chọn đó là mẫu chuẩn cứng theo tháng, không thay đổi theo các ngày giao dịch.

Hình thức cảnh báo: dạng đồ thị, bảng (có mã cảnh báo).

#### **Chỉ tiêu số 14**

Xác định mẫu giao dịch chuẩn của giá tạm khớp trong ngày, trên cơ sở đối chiếu giao dịch trong ngày với mẫu giao dịch chuẩn, đưa ra cảnh báo cuối phiên trong trường hợp mẫu biến động giá tạm khớp trong ngày không theo xu hướng biến động của mẫu giao dịch chuẩn (thời gian  $T$ -là thời gian chọn để xác định mẫu giao dịch chuẩn, có thể lựa chọn theo khoảng thời gian hay theo một giai đoạn tùy thuộc vào y/c người sử dụng).

Công thức xác định mẫu GD chuẩn như tiêu chí 13 nhưng áp dụng cho trường hợp biến động giá.

Hình thức cảnh báo: dạng đồ thị, bảng (có mã cảnh báo).

### Chỉ tiêu số 18

Đường xu hướng biến động giá của một loại chứng khoán ngược với đường xu hướng biến động của chỉ số giá. (các đường xu hướng được xác định bằng phương pháp bình quân động).

**Công thức áp dụng:** Giả sử có dãy số biến động theo thời gian  $y_1; y_2; \dots; y_n$ . Nếu tính số bình quân động theo từng nhóm 90 mức độ ( $T=3$  tháng) ta có:

$$\begin{aligned} \overline{y_1} &= \frac{y_1 + y_2 + y_3 + \dots + y_{90}}{90} \\ \overline{y_2} &= \frac{y_2 + y_3 + y_4 + \dots + y_{91}}{90} \\ \overline{y_3} &= \frac{y_3 + y_4 + y_5 + \dots + y_{92}}{90} \end{aligned}$$

Cuối cùng ta lập được một dãy số mới bao gồm các số bình quân di động  $\overline{y_1}; \overline{y_2}; \overline{y_3}; \dots$ . Nối chúng lại với nhau ta được đường xu hướng biến động chung.

### Chỉ tiêu số 58

Mục tiêu của phân tích tương quan là đo lường cường độ của mối quan hệ giữa hai biến X và Y (X, Y được xem là hai biến ngẫu nhiên "ngang nhau"). Tương quan tuyến tính giữa 2 biến X và Y là khái niệm thể hiện mức độ của mối quan hệ tuyến tính giữa X và Y.

Giả sử X và Y là 2 biến ngẫu nhiên với trung bình và phương sai lần lượt là  $\mu_x, \mu_y$  và  $\sigma^2_x, \sigma^2_y$ , hệ số tương quan của tổng thể p là khái niệm dùng để thể hiện cường độ và chiều hướng của mối liên hệ tuyến tính giữa X và Y. Ta có:

$p < 0$ : giữa X và Y có mối liên hệ nghịch, khi một biến X hoặc Y tăng thì biến kia sẽ giảm đi và ngược lại.

$p > 0$ : giữa X và Y có mối liên hệ thuận, nghĩa là khi biến X hoặc Y tăng thì biến kia sẽ tăng lên và ngược lại.

$P=0$ : giữa X và Y không có mối liên hệ tuyến tính.

Trị tuyệt đối của p càng lớn thì mối liên hệ tuyến tính giữa X và Y càng chặt chẽ.

Trong thực tế ta phải ước lượng p từ hệ số tương quan mẫu r, được xác định bằng công thức:

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

Ứng dụng lý thuyết tương quan cho phép xác định mối quan hệ giữa giá và khối lượng giao dịch của một loại cổ phiếu, hoặc giữa giá điều chỉnh P\* và chỉ số VN-index.

### ***Ứng dụng lý thuyết thống kê để xây dựng tiêu chí (G)***

***Mục đích:*** Xem xét, phân tích, đánh giá mức độ tương quan giữa biến động giá khớp lệnh giao dịch của từng loại chứng khoán niêm yết khi so sánh với biến động của chỉ số Vn-index qua một khoảng thời gian D<sub>t</sub> được chọn phân tích chủ yếu trên 03 tính chất biến động như sau:

Biến động 1: Biến động cùng chiều

Biến động 2: Biến động nghịch chiều

Biến động 3: Không biến động theo chỉ số giá: Giá khớp lệnh của một loại chứng khoán niêm yết trong một khoảng thời gian không thay đổi trong khi chỉ số Vn-index có thay đổi.

*Việc giám sát các biến động trên được chia là 2 nhóm như sau:*

**NHÓM 1:** (dùng để phân tích tính chất biến động 1 và 2) gọi là đối tượng 1, là giá trị hiệu giữa giá khớp lệnh được điều chỉnh (P\*) tại thời điểm t trong phiên giao dịch của từng loại chứng khoán niêm yết và chỉ số VNI tại thời điểm t trong phiên giao dịch trong khoảng thời gian D<sub>t</sub> được chọn để tính toán (có số phiên giao dịch liên tiếp là s<sub>t</sub>), ký hiệu là Δ(P\* - VNI)<sub>t</sub>

**Thành tố xây dựng mô hình giám sát đối với nhóm 1 gồm:**

- *Giá chứng khoán điều chỉnh (P\*):*

$$P^* = \frac{P}{P_0} \times 100$$

P: giá khớp lệnh,

P<sub>0</sub>: là giá khớp lệnh của ngày giao dịch đầu tiên

- Kỳ vọng (Mean -  $\mu$ ): Giá trị trung bình số học của các giá trị biến  $\Delta(P^* - VNI)_t$  (với  $i=1, \dots, n$ ) trong  $s_t$  phiên giao dịch liên tiếp trong khoảng thời gian  $D_t$  được chọn:

$$\mu = \frac{\sum_{i=1}^t (\Delta(P^* - VNI)_i)}{n}$$

- Độ lệch chuẩn: (Standard deviation -  $\sigma$ ): Giá trị căn bậc hai của giá trị kỳ vọng của bình phương khoảng cách giữa giá trị của biến  $x$  và kỳ vọng của nó. Tính như sau:

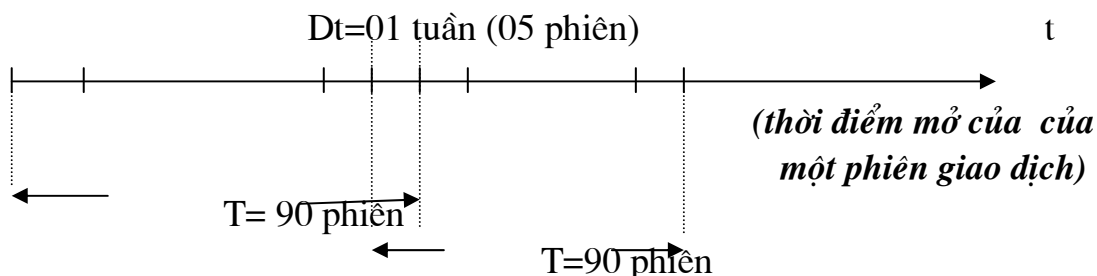
$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^t (\Delta(P^* - VNI)_i - \mu)^2}{n - 1}}$$

- Khoảng thời gian được chọn để phân tích và theo dõi  $D_t$ : đây là số ngày được chọn để tiến hành phân tích theo dõi giao dịch chứng khoán đã diễn ra.
- Khoảng thời gian định kỳ (T) xác định lại độ lệch chuẩn ( $\sigma$ ) và kỳ vọng ( $\mu$ ): Khoảng thời gian chọn để tính toán giá trị của độ lệch chuẩn.
- Phương pháp chọn: Đây là con số được lựa chọn thông qua phương pháp trial-and-error để tập hợp các giá trị của biến  $x$  phân bố gần với phân bố chuẩn nhất.

Bảng minh họa cho  $D_t$  và T:

Độ dài của $D_t$ (khoảng thời gian được chọn để phân tích, t.đổi)	Độ dài của T tương ứng	Khoảng cách thời gian giữa 2 kỳ tính toán
5 phiên giao dịch liên tiếp trước đó (1tuần)	90 phiên (4,5 tháng)	5 phiên (1 tuần)
20 phiên giao dịch liên tiếp trước đó (1tháng)	120 phiên (6 tháng)	10 phiên (2 tuần)
60 phiên giao dịch liên tiếp trước đó (3tháng)	240 phiên (3 tháng)	20 phiên (1 tháng)
120 phiên giao dịch liên tiếp trước đó (6tháng)	480 phiên (24 tháng)	40 phiên (2 tháng)

Ví dụ: Với  $Dt=5$  phiên giao dịch liên tiếp trước đó thì  $T=90$  phiên được chọn. Khoảng thời gian trùng giữa hai kỳ tính toán với nhau là 85 phiên giao dịch. Hay nói một cách khác là thời gian sử dụng để tính giá trị độ lệch chuẩn ( $\sigma$ ) là 5 phiên và sau đó thì độ lệch chuẩn ( $\sigma$ ) được tính toán lại áp dụng giá trị tính toán mới (hình vẽ).



- Biên độ cận mỗi bên (Upper limit & lower limit): **được xác định như sau:**

$$\text{Upper/Lower limit} = \text{Mean} \pm n\sigma$$

(Với  $n = 1,2,3$ )

Hoạt động cơ bản của mô hình:

- Các giá trị của biến  $\Delta(P^* - VNI)_t$  trong khoảng thời gian  $D_t$  được chọn một phiên giao dịch được biểu diễn trên đồ thị xoay quanh đường biểu diễn kỳ vọng  $\mu$  của nó và có hai đường giới hạn hai biên UL và LL (với giá trị là  $\pm 2\sigma$  hoặc  $3\sigma$ )
- Các giá trị của biến  $\Delta(P^* - VNI)_t$  biểu diễn trên đồ thị được dán nhãn theo thứ tự xảy ra và kèm theo thông tin riêng (Profile drawer) để dễ dàng nhận dạng và truy xuất riêng ra cho công tác điều tra sâu và theo dõi tập trung khi có dấu hiệu vi phạm tiêu chí giám sát nhiều ngày hay có dạng phân bố bất thường.
- Dấu hiệu để nhận dạng một giá trị của biến  $\Delta(P^* - VNI)_t$  bị nghi vấn là giao dịch bất thường là điểm biểu diễn giá trị đó nằm ngoài hoặc trên đường giới hạn hai biên UL hoặc LL. Có nghĩa là mức độ biến động giá cả của 1 loại chứng khoán niêm yết tại thời điểm  $t$  nhiều hơn, (có thể là cùng chiều hoặc ngược chiều với chỉ số VNI) vượt quá mức độ biến động của chỉ số VNI và vi phạm giới hạn cho phép của tiêu chí đề ra (với giá trị là  $\pm 2\sigma$  hoặc  $3\sigma$ ).

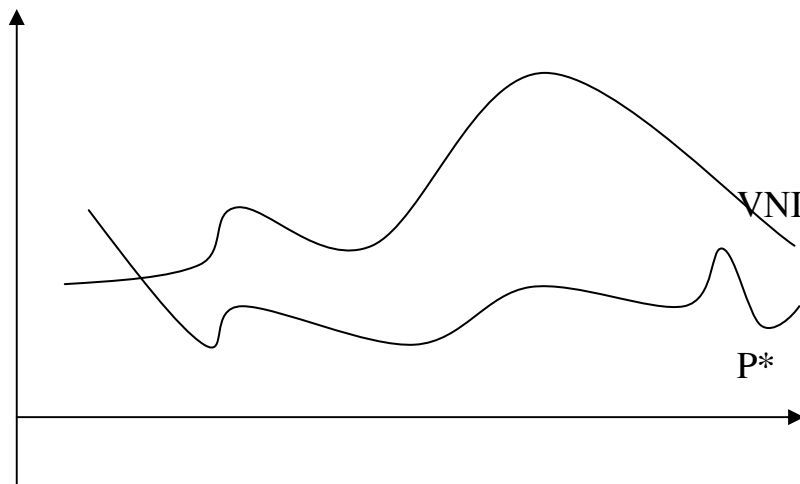
**NHÓM 2:** Dùng để phân tích tính chất biến động 3 gồm 2 đối tượng: đối tượng 2 là giá khớp lệnh tại thời điểm  $t$  trong phiên giao dịch của từng loại chứng khoán niêm yết qua  $s_t$  phiên giao dịch liên tiếp và đối tượng 3 là chỉ số VN-index tại thời điểm  $t$  trong phiên giao dịch qua  $s_t$  phiên giao dịch liên tiếp.

Mô hình giám sát của nhóm 2 được xây dựng nhằm phân tích, giám sát đối tượng 2 trên cơ sở so sánh với đối tượng 3 bằng phương pháp quan sát trực tiếp trên đồ thị.

**Các thành tố chính trong mô hình giám sát này gồm:**

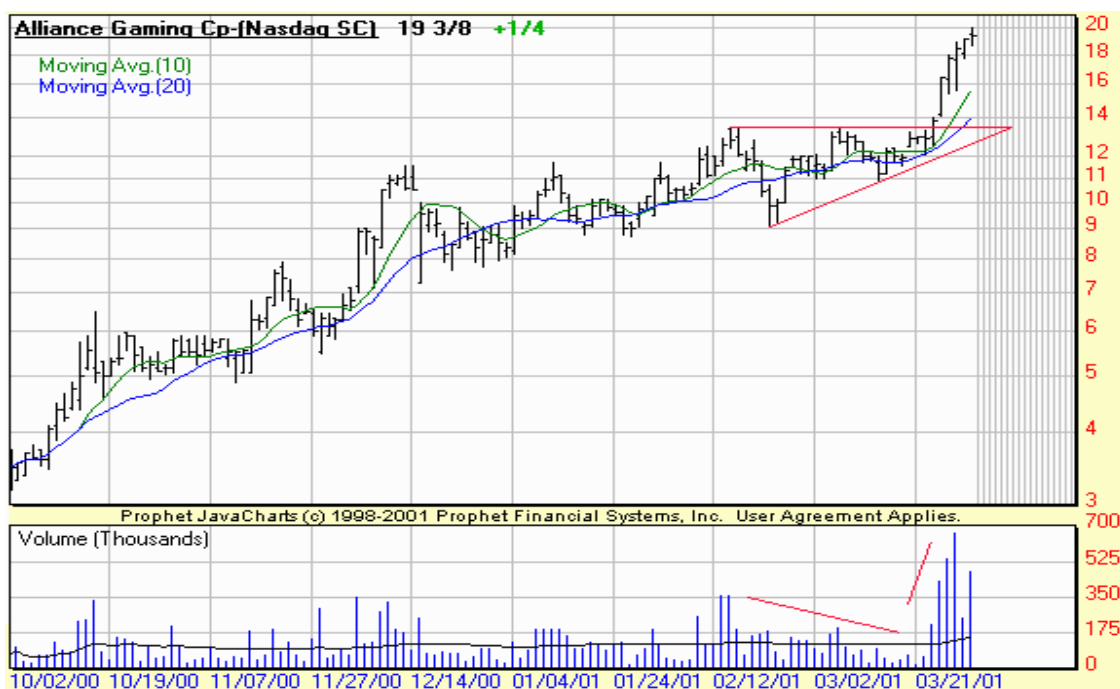
- + Giá khớp lệnh một loại chứng khoán niêm yết tại thời điểm  $t$  trong phiên giao dịch trong khoảng thời gian  $D_t$  được chọn để phân tích và theo dõi.
- + Chỉ số VNI tại thời điểm  $t$  trong phiên giao dịch trong khoảng thời gian  $D_t$  được chọn để phân tích và theo dõi

$P^*$ , VNI



Ví dụ:

- Trong sơ đồ bên trên là đường biểu diễn về giá cổ phiếu X và chỉ số giá (VNI) trong  $n$  phiên giao dịch.
- Sơ đồ bên dưới là đồ thị biểu thị khối lượng giao dịch của cổ phiếu X trong các phiên GD đó.





**Phụ lục 25: Một ví dụ về thời gian thực hiện  
phân tích, kiểm tra và kết luận về vi phạm**

Ngày 17/3/2009, Chánh Thanh tra UBCKNN đã ký 5 Quyết định xử phạt đối với các pháp nhân và cá nhân sau:

- Công ty TNHH RỒNG THÁI BÌNH DƯƠNG (do Ông Nguyễn Quốc Toàn là Chủ tịch Hội đồng thành viên, đồng thời là thành viên Hội đồng quản trị của Công ty Cổ phần Xuất Nhập khẩu Lâm Thủy sản Bến Tre)

- Ông Trương Thành Dũng (là người có quan hệ hợp tác kinh doanh với Công ty Cổ phần Xuất Nhập khẩu Lâm Thủy sản Bến Tre)

- Ông Nguyễn Hữu Thuận (là cán bộ Sở Tài chính tỉnh Bến Tre)

- Ông Quảng Thanh Liêm (là em rể Ông Nguyễn Văn Hiếu - Chủ tịch Hội đồng quản trị Công ty Cổ phần Xuất Nhập khẩu Lâm Thủy sản Bến Tre)

- Ông Nguyễn Văn Phước (là em ruột Ông Nguyễn Văn Hiếu - Chủ tịch Hội đồng quản trị Công ty Cổ phần Xuất Nhập khẩu Lâm Thủy sản Bến Tre)

Các đối tượng này đã sử dụng thông tin nội bộ về việc hoàn trả phần thặng dư vốn phát hành thêm khi cổ phần hóa của Công ty Cổ phần Xuất Nhập khẩu Lâm Thủy sản Bến Tre thực hiện đặt mua cổ phiếu FBT với khối lượng lớn trước khi thông tin này được công bố ra công chúng, vi phạm quy định tại Khoản 3 Điều 9 Luật Chứng khoán.

Vi phạm diễn ra vào tháng 8, 9/2008, sau khi kết thúc các thủ tục giám sát tại SGDCK TPHCM, UBCKNN (Ban Giám sát) đã kiểm tra và gửi toàn bộ biên bản sang Thanh tra UBCKNN vào tháng 11/2008, cho đến tháng 3/2009 mới có quyết định xử phạt. Như vậy, thời gian kéo dài 4 tháng, nếu tính từ khi diễn ra vi phạm thì thời gian kéo dài hơn 6 tháng.