

## Phát hiện và xử lý những hành vi lạm dụng thị trường chứng khoán

KIỀU HỮU THIÊN  
DƯƠNG THỊ PHƯỢNG

**T**ên thị trường chứng khoán, các hành vi lạm dụng thị trường có thể diễn ra dưới dạng giao dịch nội gián, thao túng thị trường hay lừa đảo tài chính. Dù diễn ra dưới hình thức nào, các hành vi lạm dụng thị trường đều gây tổn hại nghiêm trọng đến tính công bằng và minh bạch của thị trường, cần được phát hiện, ngăn chặn và xử lý nghiêm minh. Đặc trưng của những hành vi lạm dụng thị trường này là gì? Cộng đồng tài chính quốc tế nhận diện chúng ra sao? Hành vi lạm dụng thị trường diễn ra trên thị trường chứng khoán Việt Nam như thế nào? Đây là những thách thức và giải pháp giúp cơ quan quản lý chứng khoán phát hiện, xử lý và phòng tránh các hành vi lạm dụng thị trường? là nội dung của bài viết này.

### 1. Quan niệm về lạm dụng thị trường chứng khoán

Hành vi lạm dụng thị trường chứng khoán là những vi phạm mang tính chất trầm trọng và làm tổn hại đến tính công bằng, minh bạch của thị trường và lợi ích của những thành viên tham gia thị trường khác. Theo hướng dẫn về hành vi lạm dụng thị trường của Ủy ban Các cơ quan quản lý chứng khoán Châu Âu, khái niệm "lạm dụng thị trường" là: "Tình trạng các nhà đầu tư trên thị trường phải gánh chịu thiệt hại vô lý một cách trực tiếp hay gián tiếp do người khác đã: sử dụng thông tin chưa được công bố ra công chúng (giao dịch nội gián); bóp méo cơ chế hình thành giá của các công cụ tài chính; loan truyền thông tin sai sự thật hoặc thông tin gây hiểu nhầm. Loại hành vi này có thể làm tổn hại đến nguyên tắc chung là mọi nhà đầu tư đều phải được đặt vào vị thế công bằng trên thị trường".

Từ khái niệm trên, có thể thấy rằng hai đặc trưng quan trọng nhất để cấu thành một hành vi lạm dụng thị trường là: (i) gây thiệt hại cho các nhà đầu tư khác trên thị trường; và (ii) làm tổn hại đến nguyên tắc

công bằng của thị trường. Từ định nghĩa về hành vi lạm dụng thị trường nói trên, có thể thấy ngay những căn cứ để xác định và phân loại các hành vi này. Bất cứ hành vi nào sử dụng thông tin chưa công bố ra công chúng, bóp méo cơ chế định giá các công cụ tài chính và loan truyền thông tin sai sự thật, thông tin gây hiểu nhầm khiến các nhà đầu tư khác phải chịu thiệt hại và làm tổn hại đến tính công bằng của thị trường đều được coi là hành vi lạm dụng thị trường. Như vậy, có hai loại hành vi lạm dụng thị trường chính, đó là giao dịch nội gián và thao túng thị trường.

*Giao dịch nội gián (insider dealing hoặc insider trading):* theo định nghĩa của Trường đại học Princeton, giao dịch nội gián là "việc mua hoặc bán chứng khoán của một công ty do một người điều hành công ty hoặc người nội bộ khác dựa trên cơ sở một thông tin chưa được công bố ra công chúng hoặc thuộc diện thông tin mật". Bên cạnh đó, định nghĩa về giao dịch nội gián của Standard Chartered Bank lại nhấn mạnh yếu tố bất hợp pháp của

---

Kiều Hữu Thiên, TS., Học viện Ngân hàng; Dương Thị Phượng, Th.S., Ủy ban Chứng khoán nhà nước.

giao dịch và tính chất tác động tới giá chứng khoán của thông tin liên quan: "Giao dịch nội gián là giao dịch cổ phiếu bất hợp pháp do những người, nhờ vị thế có lợi của mình, có thể tiếp cận với thông tin có tác động quan trọng đến giá trị của cổ phiếu trước khi thông tin đó được công bố ra công chúng thực hiện".

*Giao dịch thao túng thị trường (market manipulation):* loại giao dịch này được định nghĩa tại Hướng dẫn về hành vi lạm dụng thị trường của Ủy ban Các cơ quan quản lý chứng khoán Châu Âu với ba nhóm chính sau đây:

- Nhóm các giao dịch hoặc lệnh đặt có những đặc tính: (i) tạo ra những dấu hiệu giả tạo, gây hiểu lầm về cung, cầu, hoặc giá của một công cụ tài chính; (ii) giao dịch hoặc lệnh đặt được một người, nhóm người cấu kết với nhau khiến giá của một hoặc nhiều công cụ tài chính hình thành tại mức bất thường hoặc giả tạo, trừ khi những giao dịch hoặc lệnh đặt đó đã được thực hiện với một nguyên do hợp pháp và tuân thủ đầy đủ những quy định liên quan trên thị trường chứng khoán có quan lý.

- Nhóm các giao dịch hoặc lệnh mua bán chứng khoán sử dụng các kỹ thuật lừa đảo, gây hiểu nhầm cho công chúng đầu tư;

- Các hoạt động loan truyền thông tin qua phương tiện thông tin đại chúng để tạo ra những dấu hiệu giả tạo, gây hiểu nhầm về các công cụ tài chính mà người loan truyền thông tin biết hoặc chắc chắn phải biết rằng thông tin đó là sai sự thật hoặc gây hiểu nhầm.

Các giao dịch thao túng thị trường có thể xuất hiện dưới nhiều dạng và được gọi bằng những thuật ngữ khác nhau như: bơm giá và bán tháo (pump and dump), giao dịch không dẫn đến việc thay đổi sở hữu (wash sale), giao dịch tạo giá đóng cửa (making the close), giao dịch tạo ấn tượng giả tạo về tính thanh khoản (wash sales and matched orders), giao dịch ấn định giá (price rigging) và nhiều loại giao dịch khác.

## **2. Thực trạng lạm dụng thị trường chứng khoán tại Việt Nam**

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các hành vi lạm dụng thị trường có đầy đủ hai đặc trưng: (i) gây thiệt hại cho nhà đầu tư khác và (ii) làm tổn hại nghiêm trọng tính công bằng của thị trường. Bên cạnh đó, do những đặc thù của một thị trường chứng khoán mới nổi, các hành vi lạm dụng thị trường tại Việt Nam còn có những đặc trưng riêng biệt. Một số vụ giao dịch thao túng và nội gián nổi cộm gần đây cho thấy thực trạng này.

Tại Việt Nam, các giao dịch nội gián thường có khả năng xảy ra với 3 đối tượng có khả năng cao nhất thực hiện hành vi này: cổ đông nội bộ và người có liên quan, cổ đông lớn và công ty niêm yết. Các cổ đông nội bộ và người có liên quan thường là những đối tượng đầu tiên được tiếp cận với những thông tin chưa công bố của công ty về tình hình lợi nhuận hay hoạt động có thể tác động đến giá cổ phiếu niêm yết trên thị trường và có thể lợi dụng các thông tin này để thu lợi bất chính. Cụ thể một số vi phạm trong thời gian qua:

- *Giao dịch nội gián cổ phiếu FBT:* cổ phiếu Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu lâm thủy sản Bến Tre (FBT) được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Ngày 16-7-2008, Thủ tướng Chính phủ ra công văn chỉ đạo về việc hoàn trả phần thặng dư vốn tương ứng với tỷ lệ cổ phần phát hành thêm (61,02%) cho công ty. Tại thời điểm này, giá cổ phiếu FBT ở mức 11.600 đồng. Cổ phiếu FBT dưới tác động của thông tin về việc Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu lâm thủy sản Bến Tre được nhận khoản thặng dư vốn hơn 233 tỷ đồng đã tăng giá gấp đôi trong khoảng thời gian từ ngày 16-7-2008 đến 16-10-2008. Trong khoảng thời gian nêu trên, nhóm 6 cổ đông là người nội bộ và người có liên quan đối với cổ phiếu FBT đã thực hiện giao dịch mua vào cổ phiếu FBT với tổng khối lượng gần 1.500.000 cổ phiếu. Nhóm này bao gồm em

tra, em rể và 2 người bạn của Chủ tịch Hội đồng quản trị công ty FBT, 1 cổ đông lớn và 1 thành viên Hội đồng quản trị của công ty FBT. Các cổ đông này sau đó đã bán cổ phiếu FBT tại thời điểm giá cổ phiếu tăng lên gấp đôi sau khi thông tin công ty nhận được khoản thặng dư vốn được công bố ra công chúng.

Giao dịch nội gián liên quan đến chính nhân viên công ty niêm yết cũng là một thực trạng khác đáng cảnh báo trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Giao dịch nội gián cổ phiếu XMC liên quan đến việc mua cổ phiếu quỹ của chính công ty là một ví dụ điển hình.

• *Giao dịch nội gián cổ phiếu XMC*: ngày 14-02-2008, Công ty Bê tông và xây dựng Xuân Mai (XMC) đăng ký mua lại cổ phiếu quỹ trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội thông qua việc mở tài khoản giao dịch tại một công ty chứng khoán với tư cách là nhà đầu tư tổ chức. Người được ủy quyền đặt lệnh mua lại cổ phiếu quỹ XMC là nhân viên phòng tài chính của công ty, cũng sở hữu một tài khoản giao dịch khác tại cùng công ty chứng khoán. Tính đến ngày 29-7-2008, công ty XMC đã thực hiện mua lại được trên 500 nghìn cổ phiếu. Trong thời gian này, thị trường nhận thấy một "hiện tượng lạ" là trong khi thị trường lừng khừng, giá của hầu hết cổ phiếu đều đi xuống nhưng tại thời điểm đầu phiên giao dịch của nhiều ngày liên tiếp, XMC đều được khớp lệnh ở mức cao hơn giá tham chiếu dù trong phiên giá cổ phiếu này lại đi xuống. Mọi nghi ngờ được sáng tỏ khi Ủy ban Chứng khoán nhà nước phát hiện chính nhân viên phòng tài chính của XMC đã đồng thời đặt lệnh bán cổ phiếu XMC của mình và đặt lệnh mua cổ phiếu quỹ cho XMC với tư cách là đại diện được ủy quyền thực hiện giao dịch mua lại cho công ty. Vào đầu phiên giao dịch, lệnh mua của nhân viên này được nhập vào hệ thống ngay trước lệnh bán của công ty XMC, dẫn đến lệnh mua của XMC và lệnh bán nhân viên phòng tài chính trong

13 phiên từ ngày 12-5-2008 đến ngày 9-7-2008 luôn khớp đối ứng tại mức giá trùng khớp của hai lệnh theo nguyên tắc khớp lệnh tự động và liên tục của hệ thống giao dịch tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội. Kết quả là, lợi dụng việc có được thông tin về mức giá đặt mua cổ phiếu quỹ XMC và việc được ủy quyền đặt lệnh, nhân viên phòng tài chính của chính công ty này đã bán toàn bộ 100.000 cổ phiếu XMC đang sở hữu cho chính XMC trong thời gian công ty mua lại cổ phiếu quỹ với mức giá chênh lệch từ 300 đồng đến 700 đồng, cao hơn mức giá bình quân của thị trường.

Trong cả hai trường hợp, những người thực hiện hành vi giao dịch nội gián đều bị Ủy ban Chứng khoán nhà nước xử phạt vi phạm hành chính vì đã vi phạm quy định tại Khoản 3, Điều 9, Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 ngày 01-01-2007 về các hành vi bị cấm: "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".

Một số vụ việc khác gần đây cũng cho thấy sự tham gia của nhân viên công ty đại chúng và những người có mối quan hệ ruột thịt hoặc bạn bè với những viên chức điều hành công ty đại chúng trong các giao dịch nội gián. Đó là vụ nhân viên của Công ty cổ phần Phát triển nhà Thủ Đức (TDH) lợi dụng thông tin nội bộ về việc phát hành cổ phiếu thưởng theo tỷ lệ 2:1 của TDH để giao dịch nội gián; vụ cổ đông nội bộ đồng thời là người có liên quan của Tổng giám đốc Công ty cổ phần Tập đoàn Khoáng sản Hamico (KSH) đã tiết lộ thông tin nội bộ về việc triển khai dự án khai thác mỏ vàng Sa Khoáng của công ty cho bạn bè để giao dịch kiếm lời từ biến động giá KSH.

Từ thực trạng trên, có thể rút ra một số đặc tính của giao dịch nội gián trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay như sau:

*Một là*, những giao dịch nội gián được thực hiện một cách thô sơ, chưa phức tạp,

thường dựa trên việc cố tình lạm dụng những thông tin tốt hoặc xấu về hoạt động và tình hình tài chính của công ty. Nguồn thông tin thường xuất phát từ các viên chức cấp cao nhất trong công ty đại chúng.

*Hai là*, đối tượng thực hiện giao dịch chứng khoán thường là cổ đông nội bộ, cổ đông lớn hoặc nhân viên công ty đại chúng. Việc giao dịch của những đối tượng này hầu như công khai, ít được che giấu cho thấy nhận thức của các công ty đại chúng và thị trường về giao dịch nội gián và luật pháp về chứng khoán còn thấp.

Bên cạnh đó, các giao dịch thao túng là vấn đề nổi cộm và được báo chí nhắc đến nhiều nhất trong hai năm gần đây. Người ta có thể dễ dàng tìm được hàng trăm bài báo có các từ "làm giá", "thao túng", "đội lái" nói về giao dịch thao túng trên thị trường chứng khoán. Một số vụ việc do Ủy ban Chứng khoán nhà nước phát hiện và xử lý dưới đây có thể là những ví dụ điển hình về giao dịch thao túng giá trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

*- Giao dịch thao túng giá cổ phiếu CCM:* Công ty cổ phần Xi măng Cần Thơ (CCM) được niêm yết trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội kể từ ngày 18-9-2008. Từ ngày 18-9-2008 đến ngày 15-10-2008, giá CCM tăng mạnh (trung bình tăng gấp 3 lần), đặc biệt có 12/20 phiên đạt giá trần, 4 phiên sát giá trần. Trong các phiên có khối lượng giao dịch nhỏ, lượng dư cầu là rất lớn. Điểm mấu chốt là có một số lệnh đặt mua khối lượng lớn đặt vào cuối phiên giao dịch tạo dư cầu cao vào cuối phiên trên bảng điện tử, tác động đến việc hình thành giá tham chiếu. Phần lớn các tài khoản giao dịch cổ phiếu CCM (đặc biệt là các lệnh bán trong giai đoạn này) là của các nhà đầu tư mở tài khoản tại một công ty chứng khoán. Qua hoạt động giám sát, ủy ban Chứng khoán nhà nước đã phát hiện 2 nhà đầu tư có quan hệ vợ chồng và anh em với một nhân viên môi giới chứng khoán có những giao dịch "bất thường" trong thời gian này.

Một nhà đầu tư đã đặt lệnh trong 14 phiên liên tiếp, trong đó có 2 phiên đặt lệnh bán, còn lại là đặt lệnh mua, trong đó có 5 phiên đặt lệnh mua vào sát giờ đóng cửa không nhằm mục đích mua chứng khoán, mà nhằm duy trì lượng cầu trên thị trường. Các lệnh đặt mua chiếm tỷ trọng từ 10% - trên 40% tỷ trọng chờ khớp mua toàn thị trường vào cuối phiên. Nhà đầu tư thứ hai đã đặt lệnh trong 9 phiên giao dịch liên tiếp (trong đó có 2 phiên đặt mua khối lượng lớn nhưng không khớp). Kết quả giao dịch là nhà đầu tư thứ nhất khớp bán được 4.200 cổ phiếu mà mình đã mua vào, nhà đầu tư thứ hai khớp bán được 29.800 cổ phiếu đã sở hữu từ trước. Như vậy, bản chất hành vi đặt mua chứng khoán của nhà đầu tư thứ nhất là tạo cầu giả tạo để nhà đầu tư thứ hai bán ra 29.800 cổ phiếu. Hành vi của hai nhà đầu tư này được thực hiện với sự giúp đỡ của người thân làm trong công ty chứng khoán. Không loại trừ khả năng hai nhà đầu tư này thực chất chỉ là người đứng tên tài khoản chứ không phải là người trực tiếp thực hiện giao dịch.

Một trường hợp khác về giao dịch thao túng được Ủy ban Chứng khoán nhà nước xử lý trong năm 2010 lại cho thấy hiện tượng nhà đầu tư sử dụng nhiều tài khoản đứng tên bố, mẹ, anh, chị, em và họ hàng để thao túng giá chứng khoán.

*- Thao túng giá cổ phiếu AMV:* giữa năm 2010, báo chí dồn dập phản ánh những thông tin về những cổ phiếu lạ, tăng giá bất thường, trong khi tình hình hoạt động của công ty niêm yết không có gì đột biến, trong đó có cổ phiếu AMV. Kết quả công tác giám sát của Ủy ban Chứng khoán nhà nước cho thấy trong khoảng thời gian từ ngày 1-7-2010 đến ngày 31-8-2010, một nhà đầu tư cùng với bạn mình sử dụng 13 tài khoản tại 3 công ty chứng khoán với mục đích tạo cung, cầu, tính thanh khoản giả tạo nhằm thao túng giá cổ phiếu AMV. Tính chung cho cả 13 tài khoản, trong khoảng thời gian từ ngày 2-7-2010 đến ngày 16-8-2010, tổng

khối lượng mà các tài khoản này đặt mua lên tới gần 8 triệu cổ phiếu AMV, khối lượng khớp mua đạt gần 1 triệu và tổng khối lượng đặt bán đạt gần 3 triệu, trong đó khối lượng khớp bán đạt gần một triệu, bằng đúng số cổ phiếu mua vào. Tỷ trọng đặt lệnh mua của nhóm tài khoản chiếm tỷ trọng cao so với thị trường, liên tục nhiều ngày chiếm xấp xỉ 70%, có ngày chiếm 98,34% lượng cầu thị trường. Bên cạnh đó, có tới 12/31 phiên giao dịch các tài khoản này có giao dịch khớp đối ứng hoặc giao dịch thỏa thuận nội nhóm với trung bình chiếm gần 26% khối lượng khớp của toàn thị trường, có phiên lên tới gần 100% khối lượng khớp toàn thị trường. Thông qua cơ chế ủy quyền giao dịch, hai nhà đầu tư này đã sử dụng 13 tài khoản để giao dịch cổ phiếu AMV đã tạo nên cung-cầu giả tạo, gây ảnh hưởng lớn tới biến động giá cổ phiếu AMV, khiến giá cổ phiếu AMV đã tăng gần như liên tục từ mức 15.800 đồng ngày 2-7-2010 lên mức đỉnh là 37.000 đồng ngày 23-7-2010, tương đương mức tăng 134,18%. Điều đáng nói là hai nhà đầu tư này lại là chủ tịch hội đồng quản trị và tổng giám đốc của một công ty đầu tư tài chính đã đăng ký làm công ty đại chúng.

Đối với cả hai trường hợp CCM và AMV, các nhà đầu tư đều bị xử phạt vi phạm hành chính vì hành vi thao túng giá chứng khoán, vi phạm quy định tại Khoản 4 Điều 9 Luật Chứng khoán, theo đó: "các hành vi bị cấm bao gồm thông đồng để thực hiện việc mua, bán chứng khoán nhằm tạo ra cung, cầu giả tạo; giao dịch chứng khoán bằng hình thức cấu 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".

Bên cạnh đó, còn rất nhiều giao dịch thao túng khác đã được báo chí phản ánh như vụ 4 nhà đầu tư lạm dụng hoạt động chào mua công khai để thao túng giá cổ phiếu VTV (năm 2010); vụ giao dịch thao túng cổ phiếu DHT của các thành viên hội đồng quản trị Công ty Dược Viễn Đông (DVD) (năm 2010);

vụ một nhà đầu tư sử dụng 16 tài khoản ủy quyền để thao túng ba cổ phiếu MIC, VIC và VPL (năm 2009). Những vụ việc này do tính chất đặc biệt nghiêm trọng đều đã được Ủy ban Chứng khoán nhà nước áp dụng các mức xử phạt hành chính cao nhất, hoặc chuyển cơ quan điều tra của Bộ Công an để thực hiện các thủ tục hình sự. Nhìn chung, những giao dịch thao túng trên thị trường chứng khoán Việt Nam có những đặc thù sau:

*Một là*, việc một người hoặc nhóm người sử dụng nhiều tài khoản khác nhau để thao túng giá chứng khoán xảy ra phổ biến (các cổ phiếu AMV, MKV, MIC, VPL và VIC). Thực trạng này là do kẽ hở giữa khung pháp lý về chứng khoán và Luật Dân sự. Trong khi khung pháp lý về chứng khoán chỉ cho phép nhà đầu tư được mở 1 tài khoản, thì Luật Dân sự lại cho phép việc ủy quyền trong giao dịch. Do vậy, nhà đầu tư đã lách luật bằng cách sử dụng tài khoản ủy quyền để giao dịch dưới tên và mã số tài khoản của người khác. Điều này gây khó khăn đáng kể cho cơ quan quản lý trong xác định chủ tài khoản thực sự trong giám sát các giao dịch đáng ngờ.

*Hai là*, hành vi thao túng chủ yếu được thực hiện thông qua hình thức bơm giá và bán tháo với kỹ thuật chốt lệnh để tạo cung hoặc cầu vào các thời điểm hình thành giá thị trường; giao dịch nội nhóm kể cả qua khớp lệnh lẫn thỏa thuận nhằm tạo tính thanh khoản giả tạo đối với cổ phiếu liên quan.

*Ba là*, việc các công ty chứng khoán "lách luật", cho nhà đầu tư vay tiền mua chứng khoán thông qua sử dụng "đòn bẩy tài chính", "giao dịch theo hạn mức", "hợp đồng hợp tác đầu tư" đã tạo điều kiện thuận lợi lớn cho giao dịch thao túng dạng này xảy ra và là một rủi ro nghiêm trọng của thị trường chứng khoán Việt Nam cũng như bản thân các công ty chứng khoán. Gần đây, trường hợp một số công ty chứng khoán đã trở thành nạn nhân của hoạt động cho vay mua

chứng khoán kiểu này khi nhà đầu tư “bỏ của chạy lấy người”, không trả nợ tiền vay mua cổ phiếu AAA. Có một số nghi vấn cho thấy đây không chỉ là hiện tượng “xù nợ” thông thường, mà có thể là hậu quả của một vụ thao túng giá chứng khoán mà chính các công ty chứng khoán là nạn nhân.

### **3. Những hạn chế và thách thức đối với hệ thống quản lý hành vi lạm dụng thị trường chứng khoán Việt Nam**

Cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán đã liên tiếp phát hiện và xử lý các hành vi lạm dụng thị trường trong hai năm gần đây. Mặc dù vậy, số vụ việc thao túng và nội gián không giảm mà có xu hướng tăng trên thực tế. Cần phải thừa nhận rằng các hành vi lạm dụng thị trường là một phần tất yếu của các thị trường chứng khoán dù mới nổi hay phát triển. Tuy nhiên, một số yếu điểm và thách thức của hệ thống giám sát và cưỡng chế thực thi luật pháp đối với các hành vi lạm dụng thị trường chứng khoán tại Việt Nam có thể lý giải hiện tượng này:

*Thứ nhất*, phạm vi thẩm quyền của cơ quan quản lý chứng khoán bị giới hạn khiến các cán bộ giám sát không tiếp cận được những thông tin thuộc phạm vi quản lý của các bộ, ngành khác như: thông tin về tài khoản tiền, sao kê điện thoại, internet, thông tin về nhân thân của các nhà đầu tư. Hạn chế này gây khó khăn rất nhiều cho việc chứng minh các liên hệ hoặc các mối quan hệ đã được sử dụng trong giao dịch nội gián và thao túng.

*Thứ hai*, khung pháp lý về chứng khoán chưa có quy định chi tiết về các hành vi lạm dụng thị trường, dẫn đến khó khăn trong nhận diện vi phạm. Đôi khi cán bộ giám sát rơi vào tình trạng biết rõ đó là vi phạm mà không thể xử lý vì thiếu căn cứ pháp lý. Bên cạnh đó, chế tài xử phạt vi phạm hành chính dù đã nâng lên mức tối đa 500 triệu đồng vẫn còn là rất nhỏ so với lợi ích thu được từ các hành vi lạm dụng thị trường nên không có tính răn đe. Bên cạnh đó, hướng

dẫn chi tiết về tịch thu thu nhập bất chính và các thủ tục hình sự hóa giao dịch nội gián, thao túng thị trường vẫn chưa được ban hành, khiến cho việc xử phạt hành chính là chưa đủ mạnh để “trừng phạt” và ngăn chặn những hành vi này.

*Thứ ba*, năng lực của cán bộ giám sát và hệ thống cơ sở hạ tầng cho công tác giám sát còn chưa được đầu tư một cách hợp lý, dẫn đến tình trạng một hệ thống giám sát thô sơ, thủ công được vận hành bởi một đội ngũ nhân lực hạn hẹp phải thực hiện khối lượng công việc khổng lồ, không theo kịp yêu cầu giám sát của thị trường.

*Thứ tư*, những tiến bộ vượt bậc trong công nghệ thông tin được ứng dụng vào giao dịch chứng khoán và thông tin truyền thông, các tiện ích với internet và điện thoại di động đã khiến cho các hành vi lạm dụng thị trường ngày càng tinh vi và khó phát hiện hơn.

*Thứ năm*, sự phát triển của thị trường khiến cho các nhà đầu tư ngày càng trở nên hiểu biết, nhiều kinh nghiệm và phức tạp hơn. Đáng tiếc là những kẻ muốn trục lợi một cách không công bằng từ thị trường chứng khoán cũng trở nên hiểu biết, nhiều kinh nghiệm và phức tạp hơn.

### **4. Những biện pháp đối với cơ quan quản lý chứng khoán trong thời gian tới**

Để đối mặt với những thách thức và giải quyết tận gốc những yếu điểm trên, cơ quan quản lý chứng khoán cần có những biện pháp sau đây:

*Thứ nhất*, giải quyết tình trạng hạn chế về thẩm quyền tiếp cận thông tin thông qua việc xây dựng các cơ chế phối hợp liên bộ, ngành trong giám sát trên thị trường chứng khoán, cụ thể là giữa Bộ Tài chính với Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tư pháp với Viện Kiểm sát và Bộ Công an. Các thông tư liên tịch về trao đổi thông tin và phối hợp giám sát là giải pháp tinh tế hữu ích trong bối cảnh Ủy ban Chứng khoán nhà nước chưa được trao thẩm quyền điều tra.

*Thứ hai*, Bộ Tài chính cần sớm ban hành thông tư giao dịch, trong đó có các quy định chi tiết về các hành vi thuộc nhóm “lạm dụng thị trường”, ban hành hướng dẫn về tịch thu các khoản thu lợi bất chính trên thị trường chứng khoán và phối hợp với Bộ Công an để ra hướng dẫn chi tiết về các thủ tục hình sự hóa giao dịch thao túng và nội gián trên thị trường chứng khoán.

*Thứ ba*, hệ thống giám sát giao dịch tự động của Ủy ban Chứng khoán nhà nước và các sở giao dịch chứng khoán cần được xây dựng và đưa vào hoạt động nhằm tăng hiệu suất phát hiện các giao dịch bất thường. Việc tuyển dụng và đào tạo cần có chiến lược cụ thể để xây dựng nguồn nhân lực chất lượng cao cho công tác giám sát.

*Thứ tư*, các hoạt động tuyên truyền và giáo dục cần được đẩy mạnh hơn nữa nhằm giảm thiểu tâm lý đầu tư theo đám đông, đầu tư theo hiệu ứng “tin tốt, tin xấu” - mảnh đất mầu mỡ cho các giao dịch thao túng và nội gián phát sinh. Hoạt động tuyên truyền, giáo dục này cũng cần hướng tới việc nâng cao nhận thức của cộng đồng đầu tư và các định chế trung gian thị trường về luật pháp trên thị trường chứng khoán và quản trị công ty, nhằm nâng cao tính tuân thủ của thị trường và hình thành một văn hóa đầu tư lành mạnh.

Dù những khuyến nghị này có được thực hiện một cách hoàn hảo, thì cuộc chiến của

cơ quan quản lý chứng khoán trước những hành vi lạm dụng thị trường nhằm đảm bảo một thị trường hiệu quả, công bằng, minh bạch và bảo vệ nhà đầu tư vẫn còn nhiều công gai phía trước, bởi thị trường luôn vận động và các hành vi lạm dụng thị trường cũng không ngừng diễn biến phức tạp. Với những đặc thù của một thị trường mới nổi, sự bất ổn và tình trạng lạm dụng thị trường vẫn là những yếu tố song hành cùng chứng khoán trong nhiều năm tới. Tuy nhiên, mọi thị trường chứng khoán đều trải qua những giai đoạn phát triển tất yếu như vậy. Giai đoạn này ngắn hay dài là tùy thuộc vào khả năng tự nâng cấp, đổi mới nhằm thích ứng với thị trường của cơ quan quản lý và nhận thức của cộng đồng đầu tư chứng khoán./.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Market Abuses Directive (2004): The Committee of European Securities Regulators-www.cesr-eu.org.
2. Definition of insider trading-WordNetweb-Princeton University- wordnetweb.princeton.edu/perl/webwn.
3. Definition of insider trading- Standard Chartered Bank-<https://securities.standardbank.co.za/ost/nsp/Glossary/glossary.asp>.
4. Dương Thị Phương, Lê Tuyết Nhung, Đỗ Huy Hoàng, Nguyễn Thụy Hương, Lê Nguyễn Trung Thanh, Lê Sử Năng, Lương Ngọc Hải, Võ Hồng Nga (2010): “Đề tài nghiên cứu khoa học: Nâng cao hiệu quả công tác giám sát giao dịch giai đoạn 2010-2015”.