

Quản lý, giám sát thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương quan so sánh với một số nước trên thế giới

TRẦN MINH TUẤN
BÙI THANH

Thị trường chứng khoán là thành tố quan trọng của hệ thống tài chính, là một thể chế kinh tế bậc cao và không thể thiếu của nền kinh tế hiện đại. Để phát triển thành công thị trường chứng khoán ở Việt Nam, việc học hỏi kinh nghiệm của các nước trên thế giới, đặc biệt trong công tác quản lý, xây dựng, ban hành pháp luật là cần thiết... Bài viết này phân tích kinh nghiệm quản lý thị trường chứng khoán của một số nước và đề xuất gợi ý chính sách cho Việt Nam.

Từ khóa: thị trường chứng khoán, quản lý tài chính, Luật Chứng khoán.

1. Quản lý, giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán Mỹ

Thị trường chứng khoán (TTCK) Mỹ có lịch sử phát triển lâu dài và đạt đến trình độ cao về mọi mặt với hệ thống luật pháp và cơ sở hạ tầng chặt chẽ. Là TTCK được hình thành khá sớm và phát triển nhanh với quy mô rộng lớn và ngày càng đa dạng, phức tạp, việc quản lý nhà nước đối với TTCK Mỹ càng được củng cố, hoàn thiện và phát triển. Đặc biệt, kể từ khi TTCK Mỹ bị sụp đổ vào năm 1929, kết thúc của một thời kỳ tăng trưởng bùng nổ trong thập niên 1920 và bắt đầu giai đoạn Đại suy thoái kéo dài cho đến năm 1933, mô hình quản lý TTCK ở Mỹ thực sự thay đổi với Luật Chứng khoán được Quốc hội thông qua vào năm 1933 và Luật Giao dịch chứng khoán vào năm 1934.

Thông qua Vụ Quản lý giao dịch và thị trường (Division of Trading and markets), chức năng của Ủy ban Giao dịch và chứng khoán (SEC) là điều hành và giám sát việc thực thi các điều luật liên quan đến chứng khoán, đồng thời tiến hành các biện pháp xử lý, trừng phạt vi phạm nhằm đảm bảo các văn bản luật về chứng khoán và TTCK được tuân thủ một cách nghiêm túc và công bằng. SEC có đầy đủ thẩm quyền trong quản lý, giám sát

TTCK, có quyền thanh tra, điều tra, xét xử hình sự đối với các vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK. Mỗi năm, SEC đưa ra hàng trăm hành động thi hành dân sự chống lại các cá nhân và tổ chức vi phạm Luật Chứng khoán với những vi phạm điển hình như nội gián thương mại, gian lận và cung cấp thông tin sai hoặc giả về chứng khoán và các công ty phát hành chứng khoán.

SEC phân chia cấp độ xử lý rất rõ ràng đối với từng mức vi phạm khác nhau. Nếu số tiền vi phạm tương đương 1% tổng giá trị vốn hóa của một cổ phiếu, SEC sẽ tự thành lập ủy ban điều tra và đích thân điều trần. Nhưng nếu số tiền vi phạm vượt hơn 5% tổng giá trị vốn hóa của cổ phiếu, SEC sẽ bổ nhiệm một công tố viên đặc biệt không thuộc SEC mà thuộc cấp cao hơn để xử lý. Ngoài ra, SEC còn tư vấn cho các tòa án liên bang trong quá trình tái cơ cấu công ty theo đạo luật về cải cách & phá sản và có quyền hưởng một số khoản thu từ TTCK để trang trải cho các chi phí hoạt động. Đặc biệt, thông qua việc quản lý, giám sát chặt chẽ hàng hóa niêm yết trên TTCK cũng như các chủ thể tham gia TTCK, SEC tổ chức,

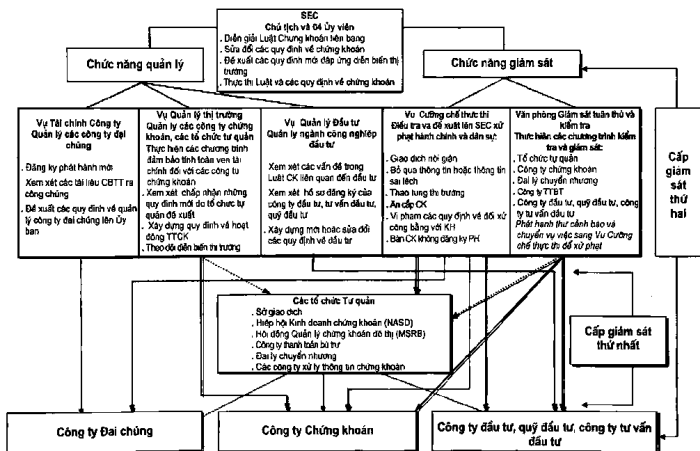
Trần Minh Tuấn, PGS.TS., Viện Hàn lâm Khoa học xã hội Việt Nam; Bùi Thanh, Th.S., Học viện Chính trị quốc gia Hồ Chí Minh.

quản lý, điều hành, giám sát mọi hoạt động và giao dịch trên cả TTCK sơ cấp và thứ cấp hay TTCK tập trung và phi tập trung...

Điều đáng chú ý là 2/3 nghiệp vụ giao dịch chứng khoán ở Mỹ được thực hiện trên thị trường phi tập trung (OTC), đặc biệt là trái phiếu chính phủ. Với sự ra đời của hệ thống NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) năm 1971 đưa một số chứng khoán OTC lên danh sách giao dịch qua hệ thống điện toán nối liền các nhà môi giới, nhân viên giao dịch và chuyên viên làm giá mà không cần nằm trong một sàn giao dịch nào, đồng thời nối mạng toàn cầu với nhiều thị trường OTC

khác trên thế giới thì thị trường OTC qua mạng máy tính NASDAQ trở thành bộ phận lớn nhất của thị trường thứ cấp Mỹ xét về số lượng chứng khoán giao dịch trên thị trường. Do vậy, sự phát triển của NASDAQ tuy không lâu đời bằng NYSE hoặc AMEX nhưng vẫn thường được gọi là thị trường của tương lai và là một thành tố hết sức quan trọng của thị trường chứng khoán nói chung. Do đó, SEC thông qua tổ chức tự quản NASDAQ – cơ quan quản lý trực tiếp thị trường OTC nói chung và thị trường OTC qua mạng máy tính NASDAQ nói riêng để thực hiện tốt chức năng quản lý nhà nước đối với các hoạt động và quá trình giao dịch trên TTCK.

BẢNG 1: Mô hình giám sát hai cấp của thị trường chứng khoán Mỹ



Nguồn: SEC.

Như vậy, các hoạt động và quá trình giao dịch trên TTCK chịu sự quản lý hai cấp của SEC và các tổ chức tự quản trực tiếp như các sàn giao dịch chứng khoán, NASD... Tuy nhiên, tất cả những điều này cũng không thể giúp Mỹ tránh được những vụ vỡ nợ tài chính

như vụ Enron năm 2001 hay Worldcom năm 2002. SEC đã không thể phát hiện ra sự gian lận của Enron trong các báo cáo tài chính và thông tin công bố suốt nhiều năm liền khi Enron và công ty kiểm toán Arthur Andersen cấu kết với nhau, che giấu tình hình kinh

doanh thật sự của Enron, đánh lừa các nhà đầu tư. SEC cũng đã không thể phát giác được sự gian lận sổ sách kế toán trị giá 11 tỷ USD trong nhiều năm liền của Worldcom – công ty điện thoại viễn thông đường dài lớn thứ hai nước Mỹ, gây ra những tác động tiêu cực đến TTCK Mỹ và dẫn đến sự ra đời của một loạt những đạo luật mới về quản lý và điều chỉnh TTCK Mỹ như đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002, Luật Bảo vệ người tiêu dùng và cải cách phố Wall Dodd-Frank năm 2010.

Tất cả những điều này cho thấy dù mô hình TTCK Mỹ với cơ cấu tổ chức quản lý nhà nước thống nhất và tập trung với một cơ quan duy nhất: SEC dù được xem là mô hình hiệu quả nhất hiện nay, có sự kết hợp giữa quản lý nhà nước với các tổ chức tự quản, đảm bảo vừa có sự tự do hóa TTCK vừa có sự quản lý, can thiệp kịp thời của Nhà nước khi cần thiết.

2. Quản lý, giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán Trung Quốc

Từ những năm 1860, TTCK đã manh nha hình thành từ phát ở Trung Quốc nhưng phải đến những năm 80 của thế kỷ XX, khi Trung Quốc bắt đầu thực hiện chính sách mở cửa, cải cách mạnh mẽ nền kinh tế, phát hành trái phiếu, tín phiếu ra thị trường, thực hiện cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước thì mới có những tác động tích cực đến TTCK. Đặc biệt, do đòi hỏi tất yếu của nền kinh tế đang được cải tổ mạnh mẽ theo hướng thị trường, số lượng doanh nghiệp mới thành lập tăng mạnh, nhu cầu vốn đầu tư ngày càng lớn nhưng việc phát triển hệ thống ngân hàng thương mại gặp nhiều khó khăn, thị trường tài chính không phát triển được buộc Chính phủ Trung Quốc phải xem xét lại TTCK sau nhiều năm bàn cãi về đặc điểm đầu cơ của TTCK, về những nguyên tắc hoạt động của nền kinh tế Trung Quốc. Chính vì vậy, khi TTCK Trung Quốc chính thức ra đời vào năm 1991 như là kết quả tất yếu của tiến trình cải cách, phát triển và mở cửa nền kinh tế, Trung Quốc đã rất chú trọng công tác quản lý nhà nước đối với TTCK.

Quốc vụ viện Trung Quốc thực hiện ngay các hoạt động quản lý nhà nước đối với lĩnh vực chứng khoán và TTCK. Ban đầu, một số bộ và ủy ban thuộc Quốc vụ viện như Ủy ban Cải cách nhà nước, Ủy ban Kế hoạch hóa nhà nước, Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa (PBC) được giao trách nhiệm quản lý, giám sát hoạt động của TTCK. Đến tháng 10-1992, Quốc vụ viện Trung Quốc quyết định thành lập Ủy ban Chính sách chứng khoán Quốc vụ viện (SCSPC) để toàn quyền quản lý TTCK và đồng thời, thành lập Ủy ban Giám quản chứng khoán Trung Quốc (CSRC) để giúp SCSPC giám sát các hoạt động chứng khoán và TTCK. Như vậy, lúc này mô hình quản lý nhà nước đối với TTCK Trung Quốc là mô hình hai cấp.

Tuy nhiên, đến tháng 4-1998, thực hiện kế hoạch cải cách của Quốc vụ viện, SCSPC và CSRC được hợp nhất, một hệ thống giám sát, quản lý tập trung TTCK được thành lập. Cụ thể, theo Luật Chứng khoán Trung Quốc có hiệu lực năm 1999, CSRC trở thành cơ quan tối cao trong lĩnh vực chứng khoán, với các chức năng ban hành luật, quản lý, giám sát, điều hành, điều tra và thi hành các quy định về xử phạt. Là cơ quan ngang bộ trực thuộc Quốc vụ viện, CSRC phải báo cáo cho Quốc vụ viện. Ngoài ra, để thực hiện nhiệm vụ và chức năng của mình trong quản lý nhà nước đối với TTCK, CSRC cũng phối hợp với một số cơ quan quản lý nhà nước khác như Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBC), Ủy ban Kế hoạch nhà nước (SPC)... Như vậy, kể từ đó cho đến nay, mô hình quản lý nhà nước đối với TTCK ở Trung Quốc đã có nhiều sự thay đổi căn bản, từng bước thống nhất và tập trung quản lý nhà nước đối với TTCK Trung Quốc.

Thông qua việc quản lý hàng hóa niêm yết trên TTCK và các chủ thể tham gia thị trường, CSRC giám sát các hoạt động và quá trình giao dịch trên TTCK. Cụ thể, CSRC giám sát việc phát hành, niêm yết, giao dịch, lưu ký và thanh toán cổ phiếu, trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu của các công ty chứng

khoản, trái phiếu và các chứng khoán khác theo quy định đã được Quốc vụ viện ấn định. Thông qua việc niêm yết trái phiếu doanh nghiệp và giám sát giao dịch của trái phiếu kho bạc và trái phiếu công ty niêm yết, CSRC đảm bảo giao dịch khổng và giao dịch chứng từ phái sinh không được phép thực hiện. Đồng thời, CSRC giám sát việc phát hành trực tiếp hoặc gián tiếp và niêm yết cổ phiếu ở nước ngoài của các doanh nghiệp trong nước, cũng như việc niêm yết trái phiếu chuyển đổi của các công ty niêm yết ở nước ngoài; giám sát việc thành lập các tổ chức chứng khoán và hợp đồng tương lai ở nước ngoài của các tổ chức giao dịch hợp đồng tương lai và kinh doanh chứng khoán nội địa; giám sát việc thành lập các tổ chức chứng khoán và hợp đồng tương lai ở Trung Quốc của các tổ chức nước ngoài giao dịch chứng khoán và hợp đồng tương lai. CSRC cũng giám sát việc niêm yết, giao dịch và thanh toán hợp đồng tương lai trong nước; giám sát giao dịch hợp đồng tương lai ngoài nước của các tổ chức trong nước phù hợp với các quy định có liên quan.

Không chỉ thực hiện giám sát các hoạt động và quá trình giao dịch trên TTCK, CSRC còn điều tra và xử phạt các hoạt động vi phạm pháp luật và các quy định có liên quan về chứng khoán và hợp đồng tương lai; làm việc với các cơ quan liên quan trong việc kiểm tra và phê chuẩn năng lực cho các công ty kế toán, các tổ chức đánh giá tài sản và nhân sự của họ đối với giao dịch trong gian chứng khoán và hợp đồng tương lai; giám sát các công ty luật, các luật sư và công ty kiểm toán đủ điều kiện, tổ chức thẩm định tài sản và nhân viên của họ trong hoạt động kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai của họ. Đồng thời, thực hiện những trao đổi nước ngoài và hợp tác quốc tế về lĩnh vực chứng khoán và hợp đồng tương lai trong khả năng của một cơ quan có thẩm quyền.

Trong điều hành TTCK thì CSRC khá linh hoạt và thậm chí mạnh dạn trong giai đoạn đầu. Ban đầu, CSRC giới hạn biên độ từ 1%

đến 5%, sau đó bỏ hẳn biên độ trong cả một thời kỳ dài gần 5 năm nhằm hấp dẫn thêm các nhà đầu tư, có cơ hội tập trung vào phát triển hàng hóa và thử nghiệm tính tự điều chỉnh của thị trường. Đến cuối năm 1997, CSRC mới ấn định lại mức biên độ là 10% và giữ ổn định cho đến nay nhằm tăng khả năng kiểm soát trong một TTCK đang có nhiều biến động và phức tạp. Ngoài ra, do TTCK Trung Quốc tương đối mới, Luật Chứng khoán và khuôn khổ pháp luật liên quan vẫn đang được phác thảo, nên trong trường hợp thiếu những quy định điều chỉnh trong luật, những biện pháp hành chính sẽ được CSRC áp dụng để điều hành, giám sát và chi phối hoạt động của TTCK.

Tóm lại, qua nhiều mô hình quản lý nhà nước đối với TTCK, Trung Quốc đã lựa chọn mô hình quản lý tập trung, thống nhất trong một cơ quan ngang bộ chuyên trách là CSRC. Về cấu trúc tổ chức và quyền hành có nhiều điểm tương đồng như SEC của Mỹ. Tuy nhiên, bắt nguồn từ một nền kinh tế kế hoạch hóa và những quan điểm trái chiều về phát triển TTCK, nên quản lý nhà nước đối với TTCK Trung Quốc rất chặt chẽ, giữ vai trò quyết định khi thị trường có những thay đổi và bảo đảm sự phát triển tương đối ổn định của thị trường. Do trên thực tế, TTCK Trung Quốc chịu sự can thiệp quá nhiều của nhà nước, chứ không phải của thị trường, nên mô hình quản lý nhà nước đối với TTCK Trung Quốc chịu tác động bởi những ảnh hưởng chính trị, tạo ra môi trường khó dự đoán, không ổn định và thiếu công khai; đã có nhiều hiện tượng chi phối thị trường, những vụ kiện liên quan đến chứng khoán không được giải quyết nghiêm túc. Song, Chính phủ Trung Quốc luôn nhấn mạnh quyết tâm xây dựng từng bước TTCK mở, từng bước mở cửa TTCK cho các nhà đầu tư nước ngoài và thể hiện ý chí tự do hóa dần TTCK. Mô hình quản lý nhà nước đối với TTCK của Trung Quốc bước đầu gặt hái được không ít thành công. Chỉ trong một thời gian ngắn, TTCK Trung Quốc đã được coi là

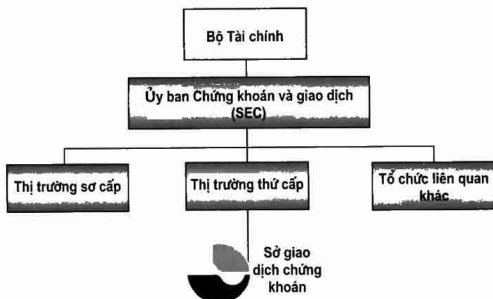
TTCK lớn thứ 3 Châu Á, sau Tôkyô và Hồng Kông với trên 5 nghìn tỷ nhân dân tệ vốn thị trường, hơn 1.200 công ty niêm yết, hơn 100 công ty chứng khoán, 100.000 người hành nghề kinh doanh chứng khoán và trên 60 triệu tài khoản đầu tư. Hoạt động quản lý, giám sát và điều hành của CSRC được thực hiện khá linh hoạt và hiệu quả, giúp Trung Quốc tránh được cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 và những cuộc khủng hoảng khác.

3. Quản lý, giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán Thái Lan

Trong khi hệ thống chính trị và quy tắc xã hội của Thái Lan chủ yếu học tập từ Châu Âu, thì quản lý nhà nước đối với TTCK Thái Lan phần lớn lại chịu ảnh hưởng từ mô hình quản lý TTCK Mỹ. Trước đây, việc quản lý và giám sát TTCK của Thái Lan do 3 cơ quan: Bộ Tài Chính, Ngân hàng Trung ương và Sở

Giao dịch chứng khoán (SET) cùng chịu trách nhiệm. Nhưng sự quản lý chồng chéo này vừa thiếu đồng bộ, vừa kém hiệu quả, nhất là trong việc giám sát thực thi pháp luật và xử lý những vi phạm. Vì vậy, đến năm 1992, khi Luật Giao dịch và chứng khoán (SEA) được ban hành, Ủy ban Giao dịch và Chứng khoán (SEC) Thái Lan đã được thành lập với chức năng thúc đẩy và phát triển TTCK. Luật này của Thái Lan có nhiều điểm tương tự với hệ thống quản lý chứng khoán của Mỹ khi nó quy định rõ vai trò của SEC là cơ quan nhà nước duy nhất giám sát thống nhất toàn bộ TTCK Thái Lan, chịu trách nhiệm hoạch định chính sách, trực tiếp soạn thảo và ban hành các quy chế, quyết định, quản lý và giám sát mọi hàng hóa niêm yết, chủ thể tham gia, hoạt động và giao dịch trên TTCK của các bên liên quan.

HÌNH 2: Mô hình quản lý nhà nước đối với TTCK của Thái Lan



Nguồn: www.set.or.th

Luật Giao dịch và chứng khoán cũng quy định rõ vai trò giám sát và quản lý của SEC đối với thị trường sơ cấp, thứ cấp và các tổ chức liên quan khác; cụ thể là thực hiện quản lý nhà nước đối với hàng hóa niêm yết trên TTCK, các chủ thể tham gia thị trường và toàn bộ hoạt động và quá trình giao dịch trên TTCK như giám sát phát hành chứng

khoán, IPO, các công ty đầu tư chứng khoán... Thông qua quản lý nhà nước đối với hệ thống tổ chức và giao dịch trên thị trường chứng khoán sơ cấp và thứ cấp, SEC thực hiện giám sát và quản lý toàn diện các hoạt động và quá trình giao dịch trên TTCK. Trong đó, SEC giám sát việc thực thi nhiệm vụ của Sở Giao dịch chứng khoán Thái Lan

(SET) - cơ quan quản lý thị trường thứ cấp và các trung tâm kinh doanh như Trung tâm Giao dịch cổ phiếu Bằng Cốc, Câu lạc bộ giao dịch trái phiếu, Công ty Lưu giữ chứng khoán... để đảm bảo các nhà đầu tư nhận được đúng số lượng chứng khoán hoặc lợi nhuận vốn kịp thời. Ngoài ra, SET hoặc các trung tâm kinh doanh được giao nhiệm vụ giám sát giao dịch tuyến đầu với một hệ thống theo dõi những giao dịch không đúng để ngăn chặn và phòng ngừa giao dịch không công bằng. Thông tin tuyến đầu được kiểm tra trước khi được chuyển đến SEC để điều tra thêm và xử phạt những người làm vi phạm.

Cụ thể, theo quy định tại SEA 1992, SET là trung tâm giao dịch chứng khoán niêm yết, cung cấp các hệ thống thiết yếu cần thiết để tạo điều kiện kinh doanh chứng khoán; thực hiện các nhiệm vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán, như một ngân hàng hối đoái, trung tâm lưu ký chứng khoán, đăng ký chứng khoán, hoặc các hoạt động tương tự; và thực hiện bất kỳ nhiệm vụ nào khác đã được phê duyệt bởi SEC. Hội đồng quản trị SET gồm tối đa 10 người, trong đó 5 người được bổ nhiệm bởi SEC và 5 người được các thành viên SET bầu. Chủ tịch SET được bầu bởi Hội đồng và phải là thành viên của Hội đồng. Hội đồng cũng chịu trách nhiệm hoạch định chính sách và giám sát những hoạt động của SET, song tất cả những quy định quản lý và luật lệ do Hội đồng ban hành phải được SEC thông qua. Hoạt động chính của SET bao gồm niêm yết chứng khoán, giám sát các công ty niêm yết và công khai thông tin, kinh doanh, giám sát thị trường, giám sát thành viên, phổ biến thông tin và đào tạo nhà đầu tư, góp phần ngăn chặn nhiều công ty trở thành công ty niêm yết khi không đủ điều kiện.

Cạnh đó, với việc cấp giấy phép đăng ký cho các hiệp hội, câu lạc bộ giao dịch chứng khoán, các tổ chức lưu giữ chứng khoán và thanh toán bù trừ, SEC gián tiếp quản lý chặt chẽ hoạt động và quá trình giao dịch của

các chủ thể tham gia trên TTCK. Đặc biệt, nhằm hạn chế lũng đoạn, Thái Lan cho phép cơ quan quản lý chứng khoán khởi kiện dân sự và xử phạt nặng với những bên vi phạm các quy định và luật lệ về hoạt động và giao dịch chứng khoán. Trong năm đầu tiên xem xét cẩn thận việc công khai thông tin của các chủ thể tham gia TTCK, SEC đã yêu cầu 38 công ty niêm yết sửa chữa báo cáo tài chính của họ, phạt 79 công ty công bố thông tin chậm hoặc lỗi và phạt 14 công ty chứng khoán tổng cộng 15,5 triệu бат. Kể từ đó, SEC thường xuyên phạt các công ty chứng khoán và nhà phát hành nếu nhận thấy vi phạm các quy định hành chính của SEC. SEC thực hiện tổ tụng, không chấp nhận các báo cáo tài chính không tuân thủ các tiêu chuẩn kế toán tổng hợp của Thái Lan. SEC cũng yêu cầu các công ty niêm yết thành lập Ủy ban kiểm toán độc lập vào đầu năm 2000 để xem xét kỹ lưỡng việc công bố thông tin và thủ tục kế toán của các công ty và thúc đẩy các công ty bổ nhiệm ít nhất hai giám đốc độc lập vào hội đồng của họ.

Nhìn chung, có thể thấy, với việc ban hành Luật Chứng khoán và giao dịch BE 2535 (1992) và thành lập SEC, quản lý nhà nước của Thái Lan đối với TTCK được thực hiện tập trung và hiệu quả hơn, tránh tình trạng chông chéo, thiếu gắn kết và liên tục như trước đây. Do hệ thống pháp luật chặt chẽ quản lý TTCK đã được thực thi hiệu quả và toàn diện chủ yếu thông qua SEC. Mô hình quản lý mới này đã tạo điều kiện cho Thái Lan phát hành các công cụ tài chính mới và đưa ra những quy định hiệu quả để giám sát và quản lý TTCK Thái Lan toàn diện trên các mặt: hàng hóa niêm yết, chủ thể tham gia và các hoạt động và quá trình giao dịch; đảm bảo sự phát triển công bằng, minh bạch và lành mạnh của TTCK Thái Lan.

4. Quản lý, giám sát giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Ở Việt Nam, công tác giám sát của Ủy ban Chứng khoán nhà nước (UBCKNN) chỉ bắt

đầu đi vào thực chất từ năm 2008 khi chính thức thành lập đơn vị chức năng chuyên trách cho công tác giám sát thuộc UBCKNN (Quyết định 63/2007/QĐ-TTg). Trên cơ sở phân cấp của Bộ Tài chính, hệ thống giám sát TTCK tại Việt Nam được xây dựng theo mô hình giám sát hai cấp phổ biến trên thế giới, theo đó, UBCKNN và các Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) tạo nên bộ máy vận hành hệ thống giám sát thị trường với sự phân cấp như sau: cấp giám sát thứ nhất (thông qua tổ chức trung gian như (SGDCK), Trung tâm lưu ký chứng khoán (TTLKCK); cấp giám sát thứ hai là UBCKNN.

Với mô hình đó, việc tổ chức giám sát trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán của cơ quan quản lý nhà nước bao gồm các hoạt động giám sát tuân thủ, giám sát hoạt động giao dịch, giám sát rủi ro, trong đó:

Hoạt động giám sát tuân thủ được thực hiện trên cơ sở Thông tư 193/2013/TT-BTC theo đó UBCKNN thực hiện việc kiểm tra, giám sát sự tuân thủ các quy định pháp luật của các đối tượng quản lý bao gồm: giám sát phát hành, công bố thông tin và quản trị công ty của công ty niêm yết và công ty đại chúng; giám sát tuân thủ của các định chế trung gian thị trường và giám sát tuân thủ của Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký chứng khoán.

Đối với các tổ chức niêm yết, SGDCK xem xét chấp thuận niêm yết chứng khoán và thường xuyên tiến hành giám sát việc tuân thủ các quy định về niêm yết, yêu cầu các công ty niêm yết 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. Một trong những cách thức nhằm quản lý, giám sát các công ty niêm yết của SGDCK là đưa ra quy chế niêm yết. Quy chế này điều chỉnh việc chấp thuận niêm yết, niêm yết, đình chỉ và hủy bỏ niêm yết đồng thời yêu cầu về việc công bố thông tin liên tục và định kỳ của các công ty niêm yết và điều

chỉnh một số hoạt động của các tổ chức này liên quan đến niêm yết chứng khoán trên SGDCK. Bộ phận quản lý niêm yết tại SGDCK giám sát việc tuân thủ quy chế niêm yết của các công ty này. Khi cần thiết, SGDCK có thể đề xuất lên UBCKNN để hủy niêm yết nếu công ty niêm yết có những vi phạm nghiêm trọng các quy định về niêm yết chứng khoán. Trong năm 2013, một mặt do tình hình kinh tế khó khăn, mặt khác do các điều kiện niêm yết, quản lý giám sát chặt chẽ hơn đặc biệt là về tiêu chuẩn niêm yết, công bố thông tin nên số lượng công ty niêm yết mới giảm và số lượng công ty bị hủy niêm yết tăng với mức cao nhất từ trước tới nay, cụ thể: số lượng công ty niêm yết mới chỉ tăng khoảng 13 công ty (so với 25 công ty niêm yết mới cùng kỳ năm 2012); trong khi đó có 37 công ty hủy niêm yết (tăng 16 công ty do vấn đề không bảo đảm điều kiện niêm yết, vi phạm chế độ công bố thông tin, thực hiện tái cấu trúc công ty,...).

Hoạt động giám sát giao dịch được thực hiện theo hướng dẫn tại Thông tư 13/2013/TT-BTC, theo đó hoạt động giám sát giao dịch trên TTCK được phân theo 2 tuyến: tuyến giám sát của UBCKNN và tuyến giám sát của SGDCK. Theo quy định tại Quyết định 689/QĐ-UBCK ngày 31-8-2012 của Chủ tịch UBCKNN về ban hành quy chế phối hợp giữa các đơn vị thuộc UBCKNN với SGDCK, Trung tâm lưu ký chứng khoán trong việc giám sát và xử lý vi phạm của các tổ chức, cá nhân trên TTCK (Quyết định 689) thì các SGDCK là tuyến giám sát các giao dịch thứ nhất và UBCKNN là tuyến giám sát giao dịch thứ hai đối với các giao dịch chứng khoán diễn ra trên thị trường có tổ chức. Việc theo dõi, giám sát diễn biến các giao dịch diễn ra trên thị trường có tổ chức được thực hiện trong ngày và nhiều ngày, do vậy, theo quy định tại Quyết định 689, việc giám sát được phân định rõ giữa 2 cấp UBCKNN và SGDCK. Đối với các giao dịch tập trung trên SGDCK, SGDCK chịu trách nhiệm ban hành các tiêu chí cảnh báo để sàng lọc và xác định

các dấu hiệu vi phạm trong giao dịch chứng khoán dựa trên các tiêu chí về giá, khối lượng và phương thức đặt lệnh.

Nội dung giám sát rủi ro là giám sát sức khỏe tài chính của các tổ chức trung gian thị trường, mà cụ thể ở đây là giám sát chỉ tiêu an toàn tài chính của các tổ chức kinh doanh chứng khoán dựa trên cơ sở Thông tư số 226/2010/TT-BTC quy định chỉ tiêu an toàn tài chính và biện pháp xử lý đối với các tổ chức kinh doanh chứng khoán không đáp ứng chỉ tiêu an toàn tài chính và Thông tư 165/2012/TT-BTC sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 226/2010/TT-BTC. Có thể nói đây là một nội dung mới tiếp cận thông lệ quốc tế trong lĩnh vực chứng khoán để thực hiện giám sát rủi ro của các tổ chức kinh doanh chứng khoán kể từ khi tác động từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Trên cơ sở nội dung quy định tại các thông tư, UBCKNN thực hiện giám sát, cảnh báo rủi ro đối với các tổ chức kinh doanh chứng khoán để phân hạng, xếp loại tổ chức kinh doanh chứng khoán, đồng thời là cơ sở để thực hiện tái cấu trúc thị trường, tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán.

UBCKNN cũng đã ban hành các quy chế quản lý, giám sát theo bộ tiêu chí CAMEL (Quyết định 427/QĐ-UBCK ngày 11-7-2013 về việc ban hành Quy chế hướng dẫn đánh giá, xếp loại công ty quản lý quỹ; Quyết định số 617/QĐ-UBCK ngày 9-10-2013 về việc ban hành Quy chế hướng dẫn xếp loại công ty chứng khoán). Các quy chế này là văn bản hướng dẫn xếp loại định kỳ của tổ chức kinh doanh chứng khoán, bao gồm các hệ thống chỉ tiêu đánh giá trên cơ sở: mức độ đủ vốn (C), chất lượng tài sản (A), chất lượng quản trị (M), khả năng lợi nhuận (E), chất lượng thanh khoản (L), từ đó có được các tiêu chí kỹ thuật để cảnh báo trước rủi ro trong hoạt động của công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ. Bên cạnh đó, UBCKNN cũng ban hành các hướng dẫn các tổ chức này cách thức thiết lập và vận hành hệ thống quản trị rủi ro. UBCKNN cũng đã có các Quyết định

số 105/QĐ-UBCK ngày 26-2-2013 và Quyết định số 428/QĐ-UBCK ngày 11-7-2013 về việc thiết lập và vận hành hệ thống quản trị rủi ro cho công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ.

Như vậy, có thể thấy, khung pháp lý trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán từng bước được bổ sung và hoàn thiện. Trên cơ sở kế thừa Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 và Luật số 62/2010/QH12 sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán, UBCKNN đã tham mưu cho Bộ Tài chính trình Chính phủ ban hành Nghị định số 58/2012/NĐ-CP Quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán, UBCKNN trình Bộ Tài chính để ban hành một loạt các thông tư thay thế và bổ sung cho các thông tư và quyết định trước đó của Bộ Tài chính để hoàn thiện và nâng cao tính pháp lý, tạo điều kiện cho phép UBCKNN có thẩm quyền thực thi giám sát TTCK. Đồng thời, Bộ Tài chính cũng đã trình Chính phủ ban hành Nghị định số 108/2013/NĐ-CP quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK, thay thế Nghị định số 85/2010/NĐ-CP, ban hành thông tư 217/2013 hướng dẫn Nghị định 108/2013/NĐ-CP hướng dẫn chi tiết xử phạt các hành vi cụ thể mà theo đó chế tài xử phạt đối với những vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán được nâng cao để đảm bảo tính răn đe đối với các đối tượng vi phạm (ví dụ nâng mức phạt tiền tối đa trong lĩnh vực chứng khoán đối với tổ chức vi phạm là 2 tỷ đồng và đối với cá nhân là 1 tỷ đồng; các hình phạt bổ sung, khắc phục hậu quả, phạt tối đa đến 5 lần khoản thu trái pháp luật, v.v...). Ngoài ra, để tạo thuận lợi cho việc thực thi các quy định về xử lý hình sự đối với các vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán, thuế, tài chính - kế toán, Bộ Tài chính đã phối hợp với các bộ, ngành liên quan xây dựng và ban hành Thông tư liên tịch số 10/2013/TTLT-BTP-BCA-TANDTC-KSNDTC

-BTC (Thông tư liên tịch số 10/TTLT) ngày 26-6-2013 hướng dẫn áp dụng một số điều của Bộ luật Hình sự về các tội phạm trong lĩnh vực thuế, tài chính - kế toán và chứng khoán. Thông tư liên tịch số 10/TTLT đã làm rõ 3 hành vi tội phạm liên quan đến chứng khoán quy định tại các Điều 181a, 181b, 181c Bộ luật Hình sự, xác định chủ thể tội phạm, các tình tiết là yếu tố định tội hoặc định khung hình phạt. Ngoài việc xác định hậu quả là thiệt hại về vật chất, Thông tư liên tịch số 10/TTLT cũng quy định hành vi phạm tội còn có thể gây ra các hậu quả phi vật chất như: gây ảnh hưởng đến việc thực hiện chính sách, pháp luật của Nhà nước về TTCK; làm mất niềm tin của nhà đầu tư vào TTCK; làm ảnh hưởng đến sự công bằng, tính minh bạch, công khai và an toàn của TTCK.

Có thể thấy, giám sát đã có tác động lành mạnh hóa thị trường, nâng cao chất lượng hoạt động gắn liền với quá trình tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán. Thông qua giám sát rủi ro, UBCKNN đã thực hiện những biện pháp xử lý kịp thời, giảm được 20% số lượng các tổ chức kinh doanh chứng khoán hoạt động kém hiệu quả. Cho đến cuối năm 2013, có 24 công ty chứng khoán và 6 công ty quản lý quỹ đã được xử lý tái cấu trúc, rút khỏi thị trường dưới các hình thức như giải thể, đình chỉ hoạt động, đặt dưới tình trạng kiểm soát hoặc kiểm soát đặc biệt, rút bớt nghiệp vụ môi giới. Đến cuối năm 2013, từ 105 công ty chứng khoán thì giảm xuống chỉ còn 89 công ty chứng khoán còn hoạt động có nghiệp vụ môi giới chứng khoán; 41/48 công ty quản lý quỹ còn hoạt động. Các công ty quản lý quỹ hoạt động kém hiệu quả, cổ đông là cá nhân đang được dần thay thế bởi các công ty quản lý quỹ trực thuộc các tập đoàn tài chính lớn, có tình hình tài chính lành mạnh, chất lượng quản trị công ty tốt.

Tuy nhiên, công tác quản lý, giám sát các giao dịch trên TTCK Việt Nam cũng gặp không ít khó khăn, thách thức khi các vi phạm trên thị trường ngày càng tinh vi, phức

tạp, khó phát hiện và xử lý; việc chứng minh hành vi vi phạm gặp khó khăn, nhất là trong việc xác định mối quan hệ giữa các đối tượng nghi vấn. Trong khi đó thẩm quyền của UBCKNN trong công tác thanh tra, giám sát hiện nay còn hạn chế, khác với UBCK các nước: UBCKNN Việt Nam không có khả năng thu thập thông tin về tài khoản và giao dịch ngân hàng; không có quyền tiếp cận điện thoại, thư tin điện tử. Do vậy, UBCKNN gặp nhiều khó khăn trong công tác xác minh, xử lý các vụ việc giao dịch nội gián và thao túng thị trường trong thời gian qua khi mà các hành vi giao dịch thao túng, nội gián của nhà đầu tư ngày càng phức tạp, tinh vi.

5. Nhận định về tương mô hình và những gợi ý cho Việt Nam

Đầu tiên là về mô hình tổ chức quản lý nhà nước đối với TTCK. Qua phân tích TTCK Mỹ, Trung Quốc và Thái Lan, có thể thấy mỗi nước đều lựa chọn cho mình một mô hình tổ chức phù hợp với trình độ phát triển, điều kiện, đặc điểm riêng của mình. Với Mỹ, quá trình lựa chọn mô hình tổ chức quản lý nhà nước đối với TTCK khá dễ dàng. Do nền kinh tế Mỹ xuất phát điểm đã là nền kinh tế tư bản chủ nghĩa, coi trọng vai trò điều tiết của thị trường tự do, nên khi TTCK mới ra đời, hầu như vai trò quản lý của Nhà nước rất mờ nhạt, chủ yếu để cho thị trường tự điều tiết. Song cuộc khủng hoảng 1929-1933 và quá trình toàn cầu hóa đã buộc Chính phủ Mỹ phải tính đến một mô hình tổ chức quản lý TTCK chặt chẽ hơn nhưng phải độc lập và tôn trọng vai trò điều tiết của thị trường. Điều này lý giải tại sao Mỹ sớm lựa chọn mô hình cơ quan quản lý nhà nước đầu ngành chứng khoán và TTCK là một cơ quan trực thuộc Chính phủ được tổ chức dưới dạng một hội đồng hoàn toàn độc lập: SEC. Đây là mô hình theo đó TTCK được điều hành bởi một hội đồng hoàn toàn độc lập trong chỉ đạo và điều hành thị trường. Các thành viên trong hội đồng do Thủ tướng hay Tổng thống bổ nhiệm trên cơ sở sự chấp thuận của Quốc hội qua hình thức bỏ phiếu tín nhiệm và những

người này chịu trách nhiệm điều hành TTCK theo nhiệm kỳ nhất định. Hội đồng chịu trách nhiệm báo cáo trực tiếp lên Quốc hội.

Qua thực tiễn quản lý nhà nước đối với TTCK Mỹ của SEC có thể thấy, mô hình có nhiều ưu điểm: thẩm quyền và trách nhiệm quản lý trong ngành được tập trung đầy đủ, không bị chia sẻ với các bộ, ngành khác; cơ quan quản lý đầu ngành TTCK được trực tiếp báo cáo và chịu trách nhiệm trước Thủ tướng hoặc Tổng thống và Quốc hội, nên hiệu lực quản lý trong phạm vi toàn bộ nền kinh tế cao hơn; có thể chủ động hơn trong việc ban hành các văn bản pháp luật chuyên ngành và đưa ra các quyết định quản lý, giám sát thị trường; tính độc lập và năng động trong các hoạt động được đề cao. Song nếu SEC không đủ mạnh, sẽ không phát huy được sự phối hợp hiệu quả với các bộ, ngành để quản lý và phát triển TTCK, mặt khác tổ chức bộ máy của SEC sẽ phức tạp và cồng kềnh hơn.

Hiện nay, sau nhiều thử nghiệm và tranh luận, Trung Quốc đã lựa chọn mô hình độc lập hoàn toàn này trong quản lý nhà nước đối với TTCK dù giữa nền kinh tế Trung Quốc và Mỹ có nhiều điểm khác biệt. Cụ thể, do xuất phát điểm của nền kinh tế Trung Quốc là nền kinh tế kế hoạch hóa, nên ban đầu quản lý nhà nước đối với TTCK Trung Quốc là theo mô hình trực thuộc, tức là mô hình tổ chức cơ quan quản lý nhà nước đầu ngành chứng khoán và TTCK như một vụ, cục trực thuộc một bộ. Mô hình này có ưu điểm là có thể tạo ra sự thống nhất và phối hợp dễ dàng giữa các bộ phận của bộ chủ quản; có thể tận dụng được các bộ phận chức năng trong bộ để hỗ trợ cho công tác quản lý thị trường; có thể tận dụng được quyền lực và sức mạnh của bộ chủ quản để triển khai các chương trình thúc đẩy TTCK phát triển. Tuy nhiên, khi TTCK phát triển cao hơn với quy mô lớn hơn và tốc độ nhanh hơn thì mô hình này bộc lộ nhiều hạn chế như: khả năng phối hợp của UBCK với các bộ khác bị hạn chế; quá trình soạn thảo, ban hành các văn bản pháp luật về

chứng khoán và TTCK và việc ra các quyết định quản lý thị trường phải qua nhiều thủ tục, tầng nấc quản lý nên mất nhiều thời gian; tính độc lập, năng động và hiệu quả trong quản lý và giám sát thị trường bị hạn chế do lệ thuộc khá nhiều vào bộ chủ quản. Trong khi, Trung Quốc chủ trương sử dụng sức mạnh quyền lực của Nhà nước để quản lý chặt chẽ TTCK, dùng sức mạnh nhà nước điều tiết và kiểm soát mọi chủ thể, mọi hoạt động và sự phát triển của TTCK. Do đó, khi TTCK ngày càng phát triển hơn, Trung Quốc đã chuyển đổi mô hình tổ chức quản lý nhà nước sang mô hình độc lập hoàn toàn. CSRC trở thành cơ quan độc lập có toàn quyền thống nhất quản lý, giám sát và điều hành TTCK Trung Quốc.

Tại Thái Lan, dù hoạt động quản lý nhà nước đối với TTCK chịu nhiều ảnh hưởng của mô hình Mỹ, nhưng do đặc điểm của một TTCK đang phát triển, nhạy cảm và chủ yếu là các nhà đầu tư trong nước nên mô hình cơ quan quản lý nhà nước đối với TTCK Thái Lan chỉ độc lập tương đối so với Chính phủ. Điều đó có nghĩa là, cơ quan quản lý nhà nước đối với TTCK Thái Lan cũng là một hội đồng nhưng là một hội đồng tương đối độc lập, với thành viên là đại diện các bộ, ngành có liên quan và hội đồng này có trách nhiệm báo cáo lên bộ trưởng một bộ, mà cụ thể ở Thái Lan là Bộ trưởng Bộ Tài chính. Không giống như một đơn vị quản lý hành chính tuân thủ chế độ thủ trưởng, hoạt động của hội đồng được thực hiện theo chế độ bỏ phiếu trong đó Chủ tịch hội đồng chỉ đại diện cho một lá phiếu, và có thể là Bộ trưởng Bộ Tài chính hoặc là một thành viên Chính phủ được sự phê chuẩn của Thủ tướng hoặc Tổng thống. Dưới hội đồng có văn phòng Ủy ban Chứng khoán chuyên trách để triển khai các quyết nghị của hội đồng và điều hành công việc hàng ngày; chủ nhiệm văn phòng là thành viên của hội đồng.

Với mô hình này, hoạt động quản lý nhà nước đối với TTCK nhận được sự phối hợp và hỗ trợ tương đối thuận lợi của các bộ,

ngành có liên quan vì có các quan chức đại diện cho các bộ, ngành có liên quan tham gia Hội đồng quản trị; các quyết định về chính sách vĩ mô đối với TTCK được đưa ra mang tính khách quan vì có sự tham gia đóng góp ý kiến của nhiều bộ, ngành; văn phòng điều hành chuyên trách có khả năng giám sát, điều hành thị trường một cách thường xuyên và chuyên nghiệp; tính độc lập và chủ động trong quản lý, giám sát thị trường cao hơn mô hình trực thuộc. Tuy nhiên, mô hình này cũng có một số hạn chế: hoạt động của Hội đồng quản trị không thường xuyên; mối liên kết giữa các thành viên dưới hình thức hội đồng thường không chặt chẽ do nhiều thành viên của hội đồng hiện giữ các chức vụ quan trọng ở các bộ, ngành khác; việc ra các quyết định quản lý thường chậm do Văn phòng SEC phải báo cáo và thông qua hội đồng; do cơ chế ràng buộc và tính trách nhiệm thấp nên các thành viên hội đồng thiếu động lực để dành tâm huyết cho công việc kiểm nhiệm này. Như vậy, tính năng động và hiệu quả quản lý TTCK của mô hình này đã được cải thiện so với mô hình trực thuộc song vẫn còn hạn chế so với mô hình độc lập hoàn toàn.

Hai là, về công bố thông tin và chào bán chứng khoán ra công chúng

Hiện nay, trên thế giới, có hai mô hình quản lý phổ biến đối với việc chào bán chứng khoán ra công chúng là: quản lý trên cơ sở xem xét điều kiện, tiêu chuẩn của tổ chức phát hành (còn gọi là quản lý theo chất lượng) và chế độ đăng ký trên cơ sở công bố thông tin đầy đủ, không có quy định về điều kiện cụ thể. Thực tiễn tại Mỹ, Trung Quốc và Thái Lan cho thấy, ngay từ đầu Mỹ đã áp dụng chế độ công bố thông tin trong khi Trung Quốc áp dụng chế độ quản lý theo chất lượng; còn Thái Lan thì lúc đầu áp dụng như Trung Quốc nhưng sau khủng hoảng 1997 đã chuyển đổi sang cách áp dụng của Mỹ. Điều này phụ thuộc vào tính đặc thù của nền kinh tế mỗi nước và sự phát triển TTCK của các nước này.

Mô hình quản lý theo công bố thông tin đầy đủ thì đòi hỏi các chuẩn mực công bố thông tin phải rõ ràng, tổ chức phát hành phải ý thức được trách nhiệm công bố thông tin đầy đủ và chính xác, các tổ chức trung gian trên thực tế phải có đủ năng lực chuyên môn và chịu trách nhiệm trước pháp luật trong hoạt động kiểm toán, tư vấn và đưa ra ý kiến đánh giá về tổ chức phát hành trong các tài liệu công bố thông tin. Trên những cơ sở đó, nhà đầu tư tự cân nhắc và quyết định đầu tư. Trách nhiệm của cơ quan quản lý nhà nước là quy định các chuẩn mực công bố thông tin và giám sát việc công bố thông tin theo đúng quy định. Trong khi, mô hình quản lý theo chất lượng đặt ra một số điều kiện đối với tổ chức phát hành và cơ quan quản lý phải đánh giá "sự xứng đáng" của tổ chức phát hành cũng như mức độ công bố thông tin cần thiết (ngoài những quy định chung). Khi thị trường phát triển đến một mức độ nhất định, chế độ cấp phép sẽ ít mang tính thông tin và là gánh nặng đối với cơ quan quản lý. Hơn nữa các điều kiện đặt ra cho tổ chức phát hành chứng khoán dễ bị lạm dụng theo thói gian và gây trở ngại cho hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng.

Vì vậy, với đặc thù là nền kinh tế tư bản chủ nghĩa phát triển cao, thị trường giữ vai trò điều tiết chính nên chế độ công bố thông tin đầy đủ được Mỹ và hầu hết các nước phát triển hoặc mới xây dựng thị trường sau này áp dụng trong quản lý việc chào bán chứng khoán. Ngược lại, Trung Quốc với chủ trương phát triển nền kinh tế thị trường mang màu sắc Trung Quốc, tức là mở cửa tạo điều kiện cho TTCK Trung Quốc phát triển nhưng dưới sự kiểm soát và điều tiết chặt chẽ của Nhà nước thì ngay từ buổi đầu xây dựng TTCK, Trung Quốc đã áp dụng chế độ quản lý chất lượng đối với việc chào bán chứng khoán. Với những quy định rõ các tiêu chuẩn, điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng, thủ tục, hồ sơ xin phép phát hành, các quy định về công

bố thông tin, phân phối chứng khoán và báo cáo kết quả đợt phát hành trong luật, CSRC thực hiện quản lý nhà nước về TTCK sơ cấp một cách toàn diện, hướng hoạt động nhạy cảm này vào sự giám sát chặt chẽ, đảm bảo sự tồn tại lành mạnh nhằm bảo vệ công chúng đầu tư. Như vậy, do đặc thù của mỗi nền kinh tế mà Mỹ và Trung Quốc ngay từ đầu đã có lựa chọn mô hình quản lý khác nhau đối với việc chào bán chứng khoán ra công chúng.

Thái Lan vào những năm đầu hình thành TTCK cũng áp dụng chế độ quản lý chất lượng đối với việc chào bán chứng khoán nhưng sau cuộc khủng hoảng 1997, Chính phủ Thái Lan đã theo đuổi một chiến lược cải cách tư pháp. Trong đó, vấn đề chú ý nhiều nhất trong quản lý thị trường chứng khoán là SEC và SET đã chuyển sang hệ thống quản lý giám sát từ xa dựa vào chế độ công bố thông tin đầy đủ đối với việc chào bán chứng khoán. Điều này làm giảm vai trò của thẩm phán, tăng cường vai trò của chính sách và có lợi để sử dụng hiệu quả nguồn lực của các tổ chức quản lý bởi vì các nhà đầu tư phải tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình dựa trên thông tin. Hệ thống giám sát cũ áp dụng chế độ quản lý chất lượng thường dẫn đến hiểu nhầm là Chính phủ bảo lãnh cho các hoạt động thị trường chứng khoán. Đây là

trường hợp nghiên cứu điển hình để Việt Nam học hỏi kinh nghiệm áp dụng chế độ quản lý đối với việc chào bán chứng khoán ra công chúng, có thể lựa chọn một trong hai mô hình tùy thuộc vào điều kiện thực tế hiện nay của TTCK Việt Nam hoặc có sự kết hợp giữa hai mô hình.

Vậy, qua phân tích các mô hình tổ chức quản lý nhà nước đối với TTCK Mỹ, Trung Quốc và Thái Lan, có thể khẳng định mô hình độc lập hoàn toàn là mô hình có trình độ tổ chức và khả năng hoạt động hiện đại và hoàn thiện hơn cả, thể hiện sự chuyên môn hóa và tính độc lập cao nên tương đối phổ biến ở những TTCK phát triển như: Mỹ, Trung Quốc, Đức, Pháp, Nhật Bản... Tuy nhiên, dù lựa chọn mô hình nào, đều phải xem xét đảm bảo được 3 mục tiêu cơ bản của một mô hình giám sát: đảm bảo sự ổn định và lành mạnh của các định chế tài chính; đảm bảo tính công bằng và hiệu quả của thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người tiêu dùng./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Báo cáo thường niên năm 2013, Ủy ban Chứng khoán nhà nước.
2. Tạp chí chứng khoán số 7-2013.
3. Ủy ban Chứng khoán Thái Lan, www.set.or.th
4. Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ, www.sec.gov
5. Ủy ban Chứng khoán Trung Quốc, www.csrc.gov.cn