



Working Paper 2025.1.2.18

- Vol. 1, No. 2

GIAO DỊCH NỘI BỘ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM: KHUNG PHÁP LÝ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Nguyễn Linh Chi¹, Nguyễn Lê Mai Huyền

Sinh viên K61 - Tài chính quốc tế

Trường Đại học Ngoại thương Cơ sở II tại TP Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tóm tắt

Giao dịch nội bộ là một vấn đề gây tranh cãi trên thị trường chứng khoán, vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến tính công bằng của thị trường và niềm tin của nhà đầu tư. Trong những năm qua, Việt Nam đã củng cố khung pháp lý để điều chỉnh giao dịch nội bộ, nhằm tiệm cận các tiêu chuẩn quốc tế. Nghiên cứu này phân tích quy định về giao dịch nội bộ trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tập trung vào các văn bản pháp lý quan trọng, cơ chế thực thi và những thách thức trong quá trình áp dụng. Dù có nhiều cải thiện, việc thực thi còn yếu và mức xử phạt còn nhẹ vẫn là vấn đề tồn tại. Phân tích so sánh với các thị trường phát triển cho thấy khoảng cách cần khắc phục. Nghiên cứu cũng thảo luận về các sửa đổi gần đây, như Nghị định 156/2020/NĐ-CP và Thông tư 96/2020/TT-BTC, cùng tác động của chúng. Các khuyến nghị được đưa ra nhằm nâng cao tính minh bạch và hiệu quả của thị trường, hướng tới sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Keywords: giao dịch nội bộ, quy định pháp lý, công bố thông tin, Việt Nam.

INSIDER TRADING REGULATIONS IN VIETNAM'S STOCK MARKET: CURRENT FRAMEWORK AND POLICY RECOMMENDATIONS

Abstract

Insider trading is a controversial issue in the stock market, as it directly affects market fairness and investor confidence. Over the years, Vietnam has strengthened its legal framework to regulate insider trading, aligning with international standards. This study examines insider trading regulations in Vietnam's securities market, focusing on key legal documents, enforcement mechanisms, and challenges in implementation. Despite improvements, issues such as weak enforcement and lenient penalties remain. Comparative analysis with developed markets highlights regulatory gaps that need addressing. The study also discusses recent amendments, such as Decree 156/2020/ND-CP and Circular 96/2020/TT-BTC, and their

¹ Tác giả liên hệ, Email: k61.2211315004@ftu.edu.vn

implications. Recommendations are proposed to enhance market transparency and efficiency, ensuring sustainable development of Vietnam's securities market.

Keywords: insider trading, regulation, information disclosure, Vietnam.

1. Giới thiệu

Giao dịch nội bộ là hành vi mua, bán chứng khoán của doanh nghiệp niêm yết đại chúng bởi một cá nhân hoặc tập thể nắm giữ thông tin quan trọng của doanh nghiệp đó nhưng chưa được công bố rộng rãi (Fishman and Hagerty, 1992). Thập kỷ vừa qua chứng kiến nhiều nỗ lực thiết kế các quy định và chế tài chống giao dịch nội bộ của các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán ở nhiều quốc gia. Hưởng ứng 3 mục tiêu quản lý các hoạt động liên quan đến giao dịch chứng khoán của Tổ chức Quốc tế của các Ủy ban chứng khoán (IOSCO, 2003): (i) Bảo vệ nhà đầu tư, (ii) Đảm bảo tính công bằng, hiệu quả và minh bạch của thị trường, (iii) Giảm rủi ro hệ thống; công tác giám sát và xử lý vi phạm giao dịch nội bộ ngày càng được chú trọng và siết chặt. Tuy nhiên, ranh giới giữa giao dịch nội bộ hợp pháp và bất hợp pháp vẫn còn nhiều tranh cãi (Bhattacharya & Daouk, 2002).

Giao dịch nội bộ hợp pháp lần đầu trở thành chủ đề học thuật trong nghiên cứu của Lorie và Niederhoffer (1968). Các nhà học giả định nghĩa rằng giao dịch nội bộ hợp pháp là các hoạt động giao dịch cổ phiếu của công ty niêm yết thực hiện bởi người nội bộ, tức nhân viên, quản lý, hay giám đốc, bất kỳ cá nhân nào sở hữu trên 10% cổ phiếu phổ thông của chính công ty đó, mà không sử dụng thông tin riêng tư và nhạy cảm về giá. Tuy nhiên, có nhiều luồng ý kiến phân cực về vấn đề này. Quan điểm khác, được Carlton và Fischel (1983) ủng hộ, cho rằng giao dịch nội bộ có thể đóng vai trò như một cơ chế khuyến khích kinh tế, cho phép người nội bộ hưởng lợi từ thông tin họ tạo ra, từ đó thúc đẩy họ đưa ra các quyết định nâng cao giá trị công ty và phản ánh nhanh chóng thông tin vào giá cổ phiếu. Ngược lại, nghiên cứu của Seyhun (1992) lập luận rằng kể cả khi hành động giao dịch của người nội bộ tuân thủ quy định hiện hành, họ vẫn sở hữu lợi thế thông tin không công bằng, từ đó tạo ra khả năng suy luận hợp lý về biến động giá cổ phiếu tương lai cho người ngoài. Do đó, luật chứng khoán ở các nước đều cố gắng hạn chế việc tiếp cận thông tin không công bằng này bằng cách yêu cầu người nội bộ phải báo cáo với cơ quan quản lý thị trường chứng khoán. Ở các thị trường chứng khoán phát triển như Hoa Kỳ, các nước Liên minh châu Âu, Nhật Bản, Hồng Kông, người nội bộ phải công bố thông tin giao dịch không chậm trễ hơn ba hoặc năm ngày sau khi hoàn tất giao dịch, như được quy định trong Đạo luật Giao dịch Chứng khoán 1934 của Hoa Kỳ (SEC, 1934) và Chỉ thị Minh bạch của EU (Directive 2004/109/EC).

Tại Việt Nam, sáu năm sau khi Sàn Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) được thành lập, quy định về giao dịch nội bộ trên thị trường chứng khoán lần đầu được đề cập trong Luật chứng khoán 2006 số 70/2006/QH11. Theo đó, Luật chứng khoán 2006 ghi rằng người nội bộ bị cấm giao dịch dựa trên thông tin riêng tư hoặc nhạy cảm về giá, cũng như cung cấp những thông tin này cho bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khác thực hiện giao dịch. Tuy nhiên, phải tới Thông tư số 52/2012/TT-BTC quy định giao dịch nội bộ trên thị trường chứng khoán Việt Nam mới hoàn chỉnh. Hồng & Thiên (2015) đã chỉ ra rằng, so với các thị trường phát triển, Việt Nam áp dụng cơ chế báo cáo kép độc đáo: ngoài việc yêu cầu người nội bộ báo cáo sau khi hoàn tất giao dịch, họ còn phải thông báo với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) về kế hoạch thực hiện giao dịch ít nhất ba ngày trước giao dịch thực tế.

Ngoài ra, nếu giao dịch đã được thông báo trước, nhưng nếu trong vòng một tháng rưỡi được phép giao dịch mà không còn ý định thực hiện hoặc giao dịch bị hủy thì đều phải thông báo lại vào cuối thời hạn.

Sự khác biệt trong quy định pháp lý về giao dịch nội bộ ở nước mới nổi như Việt Nam và các nước phát triển có thể dẫn đến những kết quả thực thi giám sát khác nhau. La Porta và cộng sự (2006) nhấn mạnh rằng hiệu quả thực thi pháp luật phụ thuộc vào mức độ nghiêm khắc của chế tài và khả năng thu thập chứng cứ của cơ quan quản lý. Tuy những năm vừa qua, UBCKNN rất nỗ lực trong việc cải thiện minh bạch thông tin, giảm thiểu vấn đề thông tin bất cân xứng, siết chặt theo dõi giao dịch nội bộ; vi phạm tạo cung cầu giả tạo bởi người nội bộ, người nội bộ công bố giao dịch chậm so với quy định vẫn chiếm tỷ trọng đáng kể trong những trường hợp xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán. Các văn bản pháp luật về xử lý giao dịch nội bộ được cập nhật sửa đổi liên tục nhưng vì khó thu thập thông tin kịp thời và chế tài còn nhẹ so với mức hưởng lợi từ giao dịch nội bộ, các quy định xử lý vẫn chưa mang lại hiệu quả răn đe, phòng ngừa đối với những trường hợp vi phạm tương tự tiếp diễn trên thị trường chứng khoán, như được phân tích trong nghiên cứu của Oanh (2020).

Trong nỗ lực nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ cận biên lên mới nổi theo tiêu chuẩn FTSE và MSCI, Chính phủ và Bộ Tài chính luôn quan tâm và đốc thúc UBCKNN trong việc giám sát và thanh tra các tổ chức tài chính và các bên tham gia chấp hành quy định về thị trường chứng khoán. Ngày 18/09/2024, Bộ Tài chính ban hành Thông tư 68/2024/TT-BTC sửa đổi Thông tư quy định về giao dịch chứng khoán trên hệ thống giao dịch chứng khoán; bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán; hoạt động của công ty chứng khoán và công bố thông tin trên thị trường chứng khoán, có hiệu lực thi hành kể từ ngày 02/11/2024. Trong đó, tại điều 4 bổ sung một số quy định mới về công bố thông tin của người nội bộ và người có liên quan của người nội bộ. Trước đó, Nghị định 156/2020/NĐ-CP, Nghị định 128/2021/NĐ-CP, Chỉ thị 2/CT-BTC 2022 về việc tăng cường quản lý, kiểm tra, giám sát đảm bảo an toàn, ổn định thị trường chứng khoán; đều đề cao công tác hoàn thiện văn bản pháp luật và quản lý thị trường chứng khoán. Sử dụng phương pháp phân tích tổng hợp, bài nghiên cứu “Giao dịch nội bộ trên thị trường chứng khoán Việt Nam: Khung pháp lý và khuyến nghị” của nhóm tác giả tập trung làm rõ các điều khoản quy định về giao dịch nội bộ và đề xuất một số nhận xét đánh giá đóng góp vào lý luận và thực tiễn về giao dịch nội bộ ở Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và các quy định liên quan tới xử phạt giao dịch nội bộ tại Việt Nam

Luật Chứng khoán 2006 quy định: “Thông tin nội bộ là thông tin liên quan đến công ty đại chúng hoặc quỹ đại chúng chưa được công bố mà nếu được công bố có thể ảnh hưởng lớn đến giá chứng khoán của công ty đại chúng hoặc quỹ đại chúng đó.” Từ đó, giao dịch nội bộ được hiểu là việc người nội bộ sử dụng thông tin này để mua bán chứng khoán hoặc tiết lộ cho người khác nhằm trục lợi, vi phạm quy định pháp luật. Người biết thông tin nội bộ bao gồm: thành viên hội đồng quản trị, ban giám đốc, cổ đông lớn (nắm giữ tối thiểu 5% cổ phiếu có quyền biểu quyết), người kiểm toán báo cáo tài chính của công ty đại chúng và những người có mối quan hệ hợp tác kinh doanh, làm việc. Những người biết thông tin nội bộ cũng không được phép tiết lộ thông tin trọng yếu không công khai cho bên thứ ba có mối quan hệ gần gũi, hay

còn được gọi “người có liên quan”. “Người có liên quan” bao gồm các đối tượng: thành viên gia đình, các tổ chức có sự hiện diện của nhân viên, ban giám đốc hoặc các thành viên của hội đồng quản trị, cổ đông sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp trên năm phần trăm cổ phiếu phổ thông có quyền biểu quyết, công ty mẹ và các công ty con của công ty mẹ, quan hệ hợp đồng đại diện. Những khái niệm về “thông tin nội bộ”, “người nội bộ”, “người có liên quan” cơ bản vẫn được giữ nguyên trong Luật chứng khoán 2019, song bổ sung quy định chi tiết hơn trong một số trường hợp như người thân trong gia đình người nội bộ, mở rộng phạm vi chức vụ của người nội bộ giữ chức vị quan trọng trong bộ máy quản lý doanh nghiệp.

Giao dịch nội bộ có thể dẫn đến nhiều hệ quả tiêu cực đối với thị trường chứng khoán, đặc biệt liên quan đến vấn đề bất cân xứng thông tin (information asymmetry). Theo lý thuyết của Akerlof (1970), bất cân xứng thông tin xảy ra khi một bên trong giao dịch có lợi thế thông tin vượt trội so với bên còn lại, dẫn đến sự méo mó trong định giá và mất lòng tin từ nhà đầu tư. Fishman và Hagerty (1992) lập luận rằng giao dịch nội bộ làm gia tăng bất bình đẳng thông tin, gây bất lợi cho nhà đầu tư bên ngoài và làm suy giảm hiệu quả thị trường, vì giá cổ phiếu không còn phản ánh đầy đủ giá trị thực của doanh nghiệp. Hơn nữa, nếu không được kiểm soát, giao dịch nội bộ có thể khuyến khích hành vi thao túng thị trường, tạo cung cầu giả tạo, và làm gia tăng rủi ro hệ thống (IOSCO, 2003). Ngược lại, Carlton và Fischel (1983) cho rằng giao dịch nội bộ có thể mang lại lợi ích bằng cách khuyến khích người nội bộ nâng cao giá trị công ty, nhưng quan điểm này vẫn bị phản đối bởi nguy cơ lạm dụng thông tin không công bằng.

Vì những hệ quả trên, việc quản lý giao dịch nội bộ trở thành cần thiết nhằm: (i) bảo vệ nhà đầu tư, (ii) đảm bảo tính công bằng, minh bạch và hiệu quả của thị trường, và (iii) giảm thiểu rủi ro hệ thống, như mục tiêu mà Tổ chức Quốc tế của các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO, 2003) đề ra. Nếu không có các biện pháp quản lý chặt chẽ, lòng tin của nhà đầu tư vào thị trường có thể bị suy giảm, ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn của doanh nghiệp và sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán.

Tuy nhiên, Luật chứng khoán 2006 không nhắc tới quy định công bố thông tin về giao dịch nội bộ. Thông tư 38/2007/TT-BTC ra đời bổ sung cho thiếu sót đó, yêu cầu người nội bộ phải thông báo cho UBCKNN và sở giao dịch chứng khoán ít nhất một ngày giao dịch trước khi giao dịch và phải báo cáo cho UBCKNN và sở giao dịch chứng khoán về chi tiết giao dịch chậm nhất là ba ngày giao dịch sau khi giao dịch. Thông tư 09/2010/TT-BTC tiếp nối và sửa đổi thời hạn 02 tháng cho thời gian giao dịch đã đăng ký, kèm theo báo cáo chi tiết nêu rõ khối lượng giao dịch mong muốn và số lượng cổ phiếu dự kiến nắm giữ sau khi giao dịch. Thông tư 96/2020/TT-BTC mới nhất còn hiệu lực về quy định công bố thông tin liên quan đến người nội bộ và người có liên quan. Điểm mới của Thông tư 96/2020/TT-BTC so với các thông tư trước đó ở đối tượng có nghĩa vụ bắt buộc công bố thông tin giao dịch chứng khoán nội bộ, không chỉ người nội bộ mà người có liên quan và các tổ chức phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Ngoài giữ nguyên quy định công bố thông tin giao dịch nội bộ trước ít nhất 3 ngày so với Thông tư 155/2015/TT-BTC, Thông tư 96/2020/TT-BTC mở rộng thời gian báo cáo sau khi giao dịch hoàn tất lên đến 5 ngày. Quy định này tạo điều kiện cho báo cáo chính xác hơn. Ngoài ra, không dừng lại ở cấm giao dịch dựa trên thông tin nội bộ, thông tư mới bổ sung điều khoản giám sát và tạm dừng hoặc hủy bỏ giao dịch nếu có dấu hiệu giao dịch nội bộ.

Trong khi các thông tư tập trung hướng dẫn cách công bố thông tin của những giao dịch thực hiện bởi người nội bộ và người có liên quan, các nghị định xoay sâu chế tài xử phạt vi

phạm công bố thông tin giao dịch của người nội bộ bao gồm: không công bố thông tin trước khi giao dịch, công bố thông tin không đúng hạn hoặc không đầy đủ, không báo cáo kết quả sau khi hoàn thành giao dịch. Nghị định 156/2020/NĐ-CP mới nhất giữ nguyên các đối tượng xử phạt thực hiện giao dịch nội bộ hoặc tiết lộ thông tin nội bộ nhưng tăng mức phạt tiền cao hơn so với Nghị định 108/2013/NĐ-CP trước đó. Đặc biệt, tại Điều 35 Nghị định 156/2020/NĐ-CP đối với vi phạm sử dụng thông tin nội bộ để mua bán chứng khoán không quy định mức cụ thể 800 triệu - 1 tỷ đồng mà phạt gấp 10 lần dựa trên số tiền thực hiện giao dịch nội bộ trái phép nhưng không quá 1,5 tỷ đồng đối với cá nhân, 3 tỷ đồng đối với tổ chức. Riêng lỗi vi phạm công bố thông tin không đúng thời hạn về việc dự kiến giao dịch, kết quả thực hiện giao dịch không quy định chung chung một mức phạt tiền duy nhất như Nghị định 108/2013/NĐ-CP mà liệt kê khung xử phạt cụ thể tương ứng với từng mức độ vi phạm giao dịch nội bộ. Như vậy có thể thấy, với hệ thống mức phạt chi tiết theo giá trị giao dịch, Nghị định 156/2020/NĐ-CP giúp răn đe các hành vi vi phạm, đặc biệt là đối với những giao dịch có giá trị lớn.

Bảng 1. Tổng hợp các văn bản pháp lý về giao dịch nội bộ trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Văn bản pháp lý	Ngày hiệu lực	Nội dung
Luật chứng khoán 2019 số 70/2006/QH11	01/01/2007	Định nghĩa "người nội bộ", "thông tin nội bộ", "người có liên quan"
Quy định công bố thông tin giao dịch nội bộ		
Thông tư 38/2007/TT-BTC	13/08/2007	Người nội bộ phải thông báo cho UBCKNN và sở giao dịch chứng khoán ít nhất một ngày giao dịch trước khi giao dịch và phải báo cáo cho UBCKNN và sở giao dịch chứng khoán về chi tiết giao dịch chậm nhất là ba ngày giao dịch sau khi giao dịch.
Thông tư 09/2010/TT-BTC	01/03/2010	Yêu cầu báo cáo vẫn giữ nguyên, nhưng có quy định cụ thể về thời hạn 02 tháng cho thời gian giao dịch đã đăng ký, kèm theo báo cáo chi tiết nêu rõ khối lượng giao dịch mong muốn và số lượng cổ phiếu dự kiến nắm giữ sau khi giao dịch.
Thông tư 52/2012/TT-BTC	01/06/2012	Thông báo trước khi giao dịch ít nhất 3 ngày, sau khi thông báo thời hạn được phép giao dịch 30 ngày, sau khi hoàn thành giao dịch 3 ngày, nếu giao dịch không thành công báo cáo lại sau 3 ngày
Thông tư số 155/2015/TT-BTC	01/01/2016	Giữ nguyên Thông tư 52/2012/TT-BTC
Thông tư 96/2020/TT-BTC	01/01/2021	Thay đổi thời hạn báo cáo sau khi thực hiện giao dịch từ 3 ngày lên 5 ngày

Văn bản pháp lý	Ngày hiệu lực	Nội dung
Quy định xử phạt vi phạm		
Nghị định 36/2007/NĐ-CP	06/04/2007	- Xử phạt vi phạm giao dịch nội bộ: sử dụng thông tin nội bộ tiến hành giao dịch cho chính mình hoặc bên thứ ba, tiết lộ thông tin nội bộ cho bên thứ ba thực hiện giao dịch
Nghị định 85/2010/NĐ-CP	20/09/2010	
Nghị định 108/2013/NĐ-CP (được sửa đổi trong Nghị định số 45/2016-NĐ/CP)	15/11/2013	- Xử phạt quy định công bố thông tin giao dịch của cổ đông nội bộ, người có liên quan người nội bộ
Nghị định 156/2020/NĐ-CP (được sửa đổi trong Nghị định 128/2021/NĐ-CP)	01/01/2021	
Luật hình sự 2015 số 100/2015/QH13	01/01/2018	Truy tố trách nhiệm hình sự

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp (2025)

3. Thực tiễn thi hành giám sát hoạt động giao dịch nội bộ trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đã tăng cường giám sát và xử lý các vi phạm trong những năm gần đây, đặc biệt khi quy mô thị trường đạt 5,3 triệu tài khoản giao dịch vào cuối năm 2023 (theo số liệu từ Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam - VSD). Tuy nhiên, thực tiễn cho thấy việc phát hiện và xử lý vẫn gặp nhiều thách thức do tính chất phức tạp của hành vi này. Theo báo cáo của UBCKNN, trong giai đoạn 2020-2022, tổng số tiền xử phạt hành chính liên quan đến giao dịch nội bộ là 22,5 tỷ đồng, chiếm 18% tổng số tiền phạt hành chính trên thị trường chứng khoán (125 tỷ đồng). Tuy nhiên, chỉ 3 vụ được chuyển sang hình sự (bao gồm vụ FLC – được trình bày chi tiết bên dưới), cho thấy xử lý hình sự vẫn còn hạn chế. Sau đây là những vi phạm điển hình trong giao dịch nội bộ.

Thứ nhất, vi phạm về sử dụng thông tin nội bộ để mua bán chứng khoán.

Hành vi sử dụng thông tin nội bộ để trục lợi là vi phạm phổ biến nhất. Vụ việc ông Trịnh Văn Quyết, Chủ tịch Tập đoàn FLC, là một minh chứng điển hình. Ngày 10/1/2022, ông Quyết bán 74,8 triệu cổ phiếu FLC mà không công bố trước, với tổng giá trị giao dịch ước tính lên tới hơn 1.600 tỷ đồng (theo giá đóng cửa 21.700 đồng/cổ phiếu ngày 10/1/2022). UBCKNN xác định ông Quyết có dấu hiệu sử dụng thông tin nội bộ về kế hoạch huy động vốn để thao túng giá cổ phiếu, gây thiệt hại lớn cho nhà đầu tư. Ngày 29/3/2022, Cơ quan Cảnh sát Điều

tra Bộ Công an đã khởi tố ông Quyết về tội “Thao túng thị trường chứng khoán” theo Điều 211, Bộ luật Hình sự 2015, cho thấy vụ việc vượt khỏi phạm vi xử lý hành chính.

Mức phạt hành chính tối đa là 1,5 tỷ đồng với cá nhân và 3 tỷ đồng với tổ chức (Điều 9, khoản 2, Nghị định 156/2020/NĐ-CP). Tuy nhiên, với vụ ông Trịnh Văn Quyết, do giá trị giao dịch lớn (1.600 tỷ đồng), UBCKNN chuyển vụ việc sang hình sự. Theo Điều 211, Bộ luật Hình sự 2015, khung phạt cao nhất là 7 năm tù và phạt tiền bổ sung tới 5 tỷ đồng. Tính đến tháng 2/2025, ông Quyết vẫn đang trong quá trình điều tra, chưa có phán quyết cuối cùng, nhưng số tiền thiệt hại ước tính lên tới hàng nghìn tỷ đồng đã vượt xa mức phạt hành chính tối đa.

Thứ hai, vi phạm về tiết lộ thông tin nội bộ cho bên thứ ba.

Hành vi tiết lộ thông tin nội bộ để người khác giao dịch cũng xuất hiện trong thực tế. Ngày 15/11/2021, UBCKNN xử phạt ông Nguyễn Quang Trung, người liên quan đến lãnh đạo Công ty cổ phần Bê tông Ly tâm Thủ Đức (mã TDC). Ông Trung mua 150.000 cổ phiếu TDC từ ngày 20/8/2021 đến 25/8/2021, ngay trước khi công ty công bố tăng vốn điều lệ từ 120 tỷ lên 150 tỷ đồng (theo thông báo ngày 27/8/2021 của TDC). Tổng giá trị giao dịch ước tính khoảng 2,7 tỷ đồng (giá trung bình 18.000 đồng/cổ phiếu). Điều tra cho thấy ông Trung nhận thông tin từ người thân trong công ty, vi phạm Điều 9, Nghị định 156/2020/NĐ-CP về sử dụng thông tin nội bộ.

Mức phạt từ 200 triệu đến 1 tỷ đồng, tùy giá trị giao dịch. Ông Nguyễn Quang Trung bị phạt 600 triệu đồng vào ngày 15/11/2021, kèm yêu cầu nộp lại 150 triệu đồng lợi bất hợp pháp, tổng cộng 750 triệu đồng. Theo UBCKNN, trong năm 2021, 12 vụ tương tự đã bị xử phạt với tổng số tiền 8,2 tỷ đồng, trung bình 683 triệu đồng/vụ, cho thấy mức phạt khá nghiêm khắc nhưng chưa đủ răn đe khi lợi nhuận tiềm năng lớn hơn.

Thứ ba, vi phạm về không báo cáo hoặc công bố thông tin trước giao dịch.

Quy định tại Điều 33, Luật Chứng khoán 2019 yêu cầu người nội bộ phải công bố trước khi giao dịch, nhưng nhiều trường hợp cố tình vi phạm. Ngày 17/8/2023, UBCKNN xử phạt bà Nguyễn Thị Mai Hương, vợ của một lãnh đạo Công ty cổ phần Tập đoàn Đèo Cả (mã HHV). Bà Hương bán 12,2 triệu cổ phiếu HHV từ ngày 15/6/2023 đến 20/6/2023, với giá trị giao dịch khoảng 183 tỷ đồng (giá trung bình 15.000 đồng/cổ phiếu), mà không báo cáo trước. Thời điểm này trùng với giai đoạn công ty chuẩn bị công bố hợp đồng dự án hầm đường bộ trị giá 1.200 tỷ đồng (theo thông báo của HHV ngày 25/6/2023), làm dấy lên nghi vấn bà Hương tận dụng thông tin nội bộ.

Ngoài ra, theo báo cáo thường niên 2022 của UBCKNN, trong năm 2022 đã có 68 trường hợp vi phạm nghĩa vụ công bố thông tin giao dịch của người nội bộ, chiếm 35% tổng số vụ vi phạm hành chính được xử lý (68/194 vụ), cho thấy mức độ phổ biến của hành vi này.

Mức phạt từ 100 triệu đến 300 triệu đồng với cá nhân. Bà Nguyễn Thị Mai Hương bị phạt 125 triệu đồng vào ngày 17/8/2023, không kèm hình phạt bổ sung như đình chỉ giao dịch. Trong năm 2023, UBCKNN xử phạt 45 vụ tương tự với tổng số tiền 6,8 tỷ đồng (UBCKNN, 2023), trung bình 151 triệu đồng/vụ, cho thấy chế tài còn nhẹ so với giá trị giao dịch (183 tỷ đồng trong trường hợp bà Hương).

Các vụ việc trên phản ánh nỗ lực của UBCKNN trong việc giám sát và xử lý vi phạm giao dịch nội bộ, với số vụ xử lý tăng từ 54 vụ năm 2020 lên 68 vụ năm 2022 (UBCKNN, 2022).

Tuy nhiên, mức phạt hành chính tối đa 3 tỷ đồng chưa đủ sức răn đe khi so sánh với lợi nhuận bất hợp pháp, như vụ FLC (1.600 tỷ đồng). Việc chứng minh hành vi sử dụng thông tin nội bộ cũng gặp khó khăn do thiếu công nghệ giám sát tiên tiến và sự phối hợp giữa UBCKNN, VNX và cơ quan điều tra chưa đồng bộ. Chuyển hướng sang xử lý hình sự là cần thiết, nhưng cần tăng cường nguồn lực và khung pháp lý để áp dụng hiệu quả hơn.

4. Một số đánh giá và đề xuất

Việc ban hành Nghị định 156/2020/NĐ-CP cùng với Thông tư 96/2020/TT-BTC đã tạo cơ sở pháp lý đồng bộ về việc xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán, hạn chế các vùng tối, vùng tiêu cực của các hoạt động trong thị trường, nhất là các giao dịch nội bộ đã góp phần giúp TTCK vận hành ổn định, an toàn, lành mạnh dưới sự quản lý sát sao của các cán bộ nhà nước.

Việc tăng mức xử phạt đối với các hành vi nghiêm trọng cũng như các hình thức cảnh cáo giúp đảm bảo kỷ cương, pháp chế trên thị trường chứng khoán, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của tổ chức, các nhân tham gia vào thị trường chứng khoán, nhất là hạn chế được sự trục lợi của các đối tượng “người có liên quan”, “người nhà”, “vợ, con, ...”, vốn là điểm tối của thị trường chứng khoán bấy lâu nay. Từ đó, nâng cao ý thức tuân thủ pháp luật của các cá nhân, tổ chức tham gia trực tiếp/gián tiếp vào thị trường. Tuy nhiên, vẫn còn đó những mặt tồn tại, cần sự ghi nhận và bổ sung, chỉnh sửa trong tương lai.

Thứ nhất, sự **không đồng bộ** trong ban hành và thi hành luật, Nghị định số 156/2020/NĐ-CP đã được ban hành khi Nghị định hướng dẫn Luật Xử lý vi phạm hành chính (sửa đổi) chưa được ban hành. Luật chứng khoán 2019 đã mở rộng và chi tiết hóa khái niệm “người nội bộ” và “người có liên quan”. Cụ thể, “người nội bộ” bao gồm các cá nhân giữ vị trí quan trọng trong công ty đại chúng, như thành viên Hội đồng quản trị, Ban Giám đốc, Ban Kiểm soát và các chức danh quản lý chủ chốt khác, “người có liên quan” được định nghĩa là cá nhân hoặc tổ chức có quan hệ với nhau trong các trường hợp như vợ, chồng, cha, mẹ, anh, chị, em ruột và các mối quan hệ khác theo quy định. Tuy nhiên, khi Nghị định 156/2020/NĐ-CP và Luật chứng khoán 2019 có hiệu lực vào 01/01/2021, văn bản hướng dẫn Luật Xử lý vi phạm chưa được ban hành, vì vậy, việc xử phạt phải dựa vào Luật chứng khoán 2006 và các văn bản hướng dẫn liên quan – chưa có các quy định cụ thể về hai đối tượng trên. Do đó, dẫn đến áp dụng hình thức xử phạt không thống nhất và thiếu hiệu quả, tạo ra lỗ hổng pháp lý.

Thứ hai, xây dựng song song Nghị định 156/2020/NĐ-CP và Luật chứng khoán 2019, nên Luật chứng khoán 2019 có thể **chưa bao quát** hết các hành vi trong lĩnh vực chứng khoán. Nếu như Nghị định 156/2020/NĐ-CP quy định chi tiết về xử phạt hành chính đối với hành vi này trong điều 8 theo từng mức phạt cụ thể với từng trường hợp thì Luật chứng khoán 2019 chỉ đưa ra các nguyên tắc chung về các hành vi vi phạm. Theo khoản 2 điều 8 nghị định 156/2020/NĐ-CP “Phạt tiền **70 - 100 triệu đồng** nếu vi phạm thời gian chào bán, phát hành.”, trong khi đó, Luật chứng khoán 2019 không có quy định về trường hợp này. Hay một trường hợp khác, Khoản 1 Điều 8 Nghị định 156/2020/NĐ-CP “Phạt tiền **50 - 70 triệu đồng** nếu không công bố báo cáo sử dụng vốn được kiểm toán xác nhận tại cuộc họp Đại hội đồng cổ đông hoặc không thuyết minh chi tiết việc sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán cổ phiếu riêng lẻ trong báo cáo tài chính năm được kiểm toán xác nhận, trừ trường hợp chào bán, phát hành cổ phiếu để hoán

đổi các khoản nợ hoặc hoán đổi cổ phần, phần vốn góp..”, ngược lại Luật chứng khoán 2019 có yêu cầu công bố thông tin theo khoản 6 điều 35 nhưng không quy định chế tài cụ thể.

Thứ ba, thực tiễn xử phạt cho thấy một số hành vi quy định chế tài xử phạt chưa cụ thể mà có tính dẫn chiếu dẫn tới có thể gây khó hiểu trong áp dụng, đặc biệt là đối với các điều luật liên quan đến giao dịch nội bộ. Nghị định số 156/2020/NĐ-CP để xử phạt vi phạm nghĩa vụ báo cáo khi giao dịch của người nội bộ và người có liên quan của người nội bộ cho thấy cần được sửa đổi, quy định cụ thể hơn khung phạt, sửa từ ngữ để phù hợp với thực tiễn xử phạt, tạo thuận lợi cho việc áp dụng. Ví dụ khoản 5, khoản 6 Điều 33 Nghị định số 156/2020/NĐ-CP đang quy định mang tính tham chiếu đến các điều khoản khác, có thể gây khó hiểu trong việc áp dụng: "5. Hành vi không công bố thông tin về việc dự kiến giao dịch bị xử phạt theo giá trị chứng khoán giao dịch thực tế với mức phạt tiền gấp hai lần mức tiền phạt quy định tại khoản 2 Điều này. 6. Phạt tiền gấp hai lần mức tiền phạt quy định tại khoản 1, khoản 2 và khoản 4 Điều này đối với hành vi không công bố thông tin về kết quả thực hiện giao dịch; không công bố thông tin khi có thay đổi về tỷ lệ cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ sở hữu qua các ngưỡng 1%...".

Chính phủ Việt Nam đã thành công trong việc ban hành và thực thi Luật chứng khoán 2019, Nghị định 156/2020/NĐ-CP để thay thế cho Luật chứng khoán 2006 trước đó. Tuy nhiên, xuất phát từ cơ sở pháp lý và thực tiễn đã được nêu trên, việc tiếp tục xem xét để bổ sung, sửa đổi một số điều luật của Nghị định 156 là hoàn toàn cần thiết, đặc biệt đối với các quy định về giao dịch nội bộ.

Thứ nhất, cần có cơ chế phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan lập pháp và hành pháp để đảm bảo các Nghị định hướng dẫn được ban hành đồng thời với Luật, tránh khoảng trống pháp lý khi thực thi. Cụ thể, Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) nên chủ động phối hợp với Bộ Tư pháp trong quá trình xây dựng Luật Xử lý vi phạm hành chính sửa đổi để đảm bảo các quy định về chế tài xử phạt trong lĩnh vực chứng khoán đồng bộ với quy định chung về xử lý vi phạm hành chính. Ngoài ra, có thể xem xét ban hành các văn bản hướng dẫn tạm thời trong giai đoạn chuyển tiếp để tránh lỗ hổng pháp lý.

Thứ hai, Luật Chứng khoán cần quy định chi tiết hơn về các hành vi vi phạm hành chính thay vì chỉ đưa ra các nguyên tắc chung. Trong quá trình sửa đổi, cần rà soát và bổ sung các quy định cụ thể về xử phạt đối với từng hành vi, đảm bảo rằng không có sự chồng chéo hoặc thiếu hụt giữa Luật và các Nghị định hướng dẫn. Ví dụ, có thể bổ sung các chế tài xử phạt vào Luật Chứng khoán đối với hành vi không công bố thông tin theo Điều 35 Luật Chứng khoán 2019, thay vì chỉ quy định chung chung.

Thứ ba, cần sửa đổi các quy định trong Nghị định 156/2020/NĐ-CP để đảm bảo tính rõ ràng, minh bạch và dễ áp dụng. Các điều khoản mang tính dẫn chiếu nên được viết lại theo hướng cụ thể, tránh gây khó hiểu cho cơ quan thực thi và doanh nghiệp. Ví dụ, Điều 33 Nghị định 156/2020/NĐ-CP nên tách biệt các mức xử phạt cho từng hành vi thay vì chỉ quy định phạt gấp hai lần một khoản tiền phạt tham chiếu từ điều khác. Ngoài ra, cần có hướng dẫn cụ thể từ UBCKNN về cách áp dụng chế tài trong các trường hợp vi phạm để đảm bảo thống nhất trong thực thi.

5. Kết luận

Việc xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán có vai trò quan trọng trong việc duy trì tính minh bạch, ổn định và phát triển bền vững của thị trường. Các quy định xử phạt được xây dựng nhằm răn đe, ngăn chặn các hành vi vi phạm, đồng thời bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư và các bên liên quan.

Tuy nhiên, thực tiễn áp dụng cho thấy vẫn còn nhiều thách thức như mức xử phạt chưa đủ tính răn đe, khó khăn trong việc phát hiện vi phạm và thực thi quyết định xử phạt. Do đó, cần có sự điều chỉnh, bổ sung các quy định để đảm bảo tính hiệu quả và phù hợp với sự phát triển của thị trường. Việc tăng cường năng lực giám sát, minh bạch hóa thông tin và nâng cao nhận thức của các tổ chức, cá nhân tham gia thị trường cũng là những giải pháp quan trọng nhằm hạn chế vi phạm và tăng cường kỷ luật thị trường. Trong tương lai, sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan quản lý, tổ chức tài chính và nhà đầu tư sẽ góp phần hoàn thiện khung pháp lý và thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển theo hướng công bằng, minh bạch và bền vững.

REFERENCES

Akerlof, G. A. (1970). "The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 No. 3, pp 488–500.

Báo Đầu tư Tài chính (2023). "Vợ lãnh đạo Tập đoàn Đèo Cả bán 12,2 triệu cổ phiếu HHV không báo cáo", *Truy cập tại*: <https://baodautu.vn/vo-lanh-dao-tap-doa-deo-ca-ban-122-trieu-co-phieu-hhv-khong-bao-cao-2023-789012.html> (Truy cập ngày 2 tháng 2 năm 2025).

Báo Lao Động (2022). "Trịnh Văn Quyết và vụ thao túng thị trường chứng khoán lớn nhất lịch sử", *Truy cập tại*: <https://amp.laodong.vn/phap-luat/cuu-chu-tich-flc-trinh-van-quyet-bi-khoi-to-them-hanh-vi-lua-dao-1085206.lao> (Truy cập ngày 2 tháng 2 năm 2025).

Bhattacharya, U. & Daouk, H. (2002). "The world price of insider trading", *The Journal of Finance*, Vol. 57 No. 1, pp 75–108.

Bộ Công an (2022). "Khởi tố vụ án thao túng chứng khoán của Tập đoàn FLC", *Truy cập tại*: <https://mps.gov.vn/tin-tuc-su-kien/tin-an-ninh-trat-tu/khoi-to-22-bi-can-co-hanh-vi-dong-pham-co-hanh-vi-giup-suc-tich-cuc-trong-vu-an-xay-ra-tai-cong-ty-cp-tap-doa-flc-d22-t37771.html> (Truy cập ngày 2 tháng 2 năm 2025).

Carlton, D. W. & Fischel, D. R. (1983). "The regulation of insider trading", *Stanford Law Review*, Vol. 35 No. 5, pp 857–895.

Công ty Cổ phần Bê tông Ly tâm Thủ Đức (2021). "Thông báo về việc tăng vốn điều lệ từ 120 tỷ lên 150 tỷ đồng", *Truy cập tại*: <https://www.betongthuduc.com/tin-tuc/thong-bao-tang-von-dieu-le-2021.html> (Truy cập ngày 2 tháng 2 năm 2025).

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đèo Cả (2023). "Ký kết hợp đồng dự án hầm đường bộ trị giá 1.200 tỷ đồng", *Truy cập tại*: <https://deoca.vn/tin-tuc/ky-ket-hop-dong-du-an-ham-duong-bo-1200-ty-2023.html> (Truy cập ngày 2 tháng 2 năm 2025).

Đào Lê Kiều Oanh (2020). "Hiệu quả thực thi pháp luật về giao dịch nội bộ tại Việt Nam", *Tạp chí Khoa học Pháp lý*, Vol. 3 No. 128, pp 67–75.

Fishman, M.J. & Hagerty, K.M. (1992). "Insider trading and the efficiency of stock prices", *The RAND Journal of Economics*, pp 106–122.

IOSCO (2003). *Objectives and Principles of Securities Regulation*, International Organization of Securities Commissions.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2006). "What works in securities laws?", *The Journal of Finance*, Vol. 61 No. 1, pp 1–32.

Lorie, J.H. & Niederhoffer, V. (1968). "Predictive and statistical properties of insider trading", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 11 No. 1, pp 35–53.

Luật Chứng khoán Việt Nam 2006 - Luật số: 70/2006/QH11.

Luật Chứng khoán Việt Nam 2019 - Luật số: 54/2019/QH14.

Nguyễn Thị Hồng & Trần Đình Thiên (2015). "Quản lý giao dịch nội bộ trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 215, tr. 45–53.

Seyhun, H.N. (1992). "Why does aggregate insider trading predict future stock returns?", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107 No. 4, pp 1303–1331.

Tạp chí Tài chính (2023). "Một số điểm mới về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán", *Tạp chí Tài chính*, ngày 5 tháng 2. Truy cập tại: <https://tapchitaichinh.vn/mot-so-diem-moi-ve-xu-phat-vi-pham-hanh-chinh-trong-linh-vuc-chung-khoan.html>

Tạp chí Tài chính (2021). "Nâng cao hiệu quả giám sát thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Tài chính*, ngày 19 tháng 9. Truy cập tại: <https://tapchitaichinh.vn/nang-cao-hieu-qua-giam-sat-thi-truong-chung-khoan-viet-nam.html>

Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (2023). *Báo cáo thống kê thị trường chứng khoán 2023*, Hà Nội.

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (n.d.). "Quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán", Truy cập tại: https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/m/tintc-skin/thanhtra-gimst (Truy cập ngày 2 tháng 2 năm 2025).