BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO **BỘ TƯ PHÁP**

TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

NGUYỄN PHƯƠNG THẢO

PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU Ở VIỆT NAM HIỆN NAY

LUẬN ÁN TIẾN SĨ LUẬT HỌC

HÀ NỘI - 2026

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO **BỘ TƯ PHÁP**

TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

NGUYỄN PHƯƠNG THẢO

PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU Ở VIỆT NAM HIỆN NAY

Chuyên ngành **: Luật Kinh tế**

Mã số **: 9380107**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ LUẬT HỌC

Người hướng dẫn khoa học**: TS. Nguyễn Văn Tuyến**

HÀ NỘI - 2026

MỤC LỤC

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT iv
DANH MỤC HÌNH VẼ v
PHẦN MỞ ĐẦU 1
1. Lý do lựa chọn đề tài nghiên cứu 1
2. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu 2
3. Đối tượng nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu 3
4. Phương pháp nghiên cứu 4
5. Đóng góp mới của luận án 5
6. Ý nghĩa khoa học và tính thực tiễn của luận án 5
7. Kết cấu của luận án 6
PHẦN THỨ NHẤT 7
TỔNG QUAN VỀ TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI, LÝ THUYẾT NGHIÊN CỨU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU 7
1. Tổng quan về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài 7
1.1. Đánh giá các công trình nghiên cứu trong nước và nước ngoài liên quan đến đề tài luận án 7
1.2. Khoảng trống nghiên cứu và những vấn đề luận án sẽ tiếp tục nghiên cứu 22
2. Các lý thuyết nghiên cứu được vận dụng trong nghiên cứu đề tài luận án 26
2.1. Lý thuyết Đại diện (Agency Theory) 26
2.2. Lý thuyết Tín hiệu (Signaling Theory) 28
2.3. Lý thuyết Thông tin bất cân xứng (Asymmetric Information Theory) 29
2.4. Lý thuyết Bảo vệ nhà đầu tư (Investor Protection Theory) 31
2.5. Lý thuyết Điều tiết (Regulatory Theory) 32
3. Câu hỏi nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu 33
PHẦN THỨ HAI 36
CHƯƠNG 1. NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU VÀ PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU 36
1.1. Những vấn đề lý luận về niêm yết cổ phiếu 36
1.1.1. Định nghĩa và đặc điểm của cổ phiếu 36
1.1.2. Định nghĩa và đặc điểm của niêm yết cổ phiếu 39
1.1.3. Vai trò của niêm yết cổ phiếu 44
1.2. Những vấn đề lý luận pháp luật về niêm yết cổ phiếu 50
1.2.1. Khái niệm pháp luật về niêm yết cổ phiếu 50

1.2.2. Vai trò của pháp luật về niêm yết cổ phiếu.....54
1.2.3. Nguyên tắc điều chỉnh của pháp luật về niêm yết cổ phiếu.....59
1.2.4. Cấu trúc nội dung của pháp luật về niêm yết cổ phiếu 63
1.2.5. Những yếu tố tác động và tiêu chí đánh giá chất lượng pháp luật về niêm yết cổ phiếu theo thông lệ quốc tế 71
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1.....83
CHƯƠNG 2. THỰC TRẠNG PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU Ở VIỆT NAM HIỆN NAY.....85
2.1. Thực trạng pháp luật về chủ thể tham gia hoạt động niêm yết cổ phiếu....85
2.1.1. Về chủ thể thực hiện niêm yết cổ phiếu 85
2.1.2. Về chủ thể tổ chức và quản lý niêm yết cổ phiếu.....91
2.1.3. Về chủ thể trung gian hỗ trợ, phục vụ niêm yết cổ phiếu 97
2.2. Thực trạng pháp luật về điều kiện niêm yết cổ phiếu.....105
2.2.1. Về điều kiện niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam của tổ chức phát hành trong nước 105
2.2.2. Về điều kiện niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam của tổ chức phát hành nước ngoài 110
2.3. Thực trạng pháp luật về trình tự, thủ tục niêm yết cổ phiếu.....112
2.4. Thực trạng pháp luật về quyền và nghĩa vụ của doanh nghiệp niêm yết .115
2.4.1. Về quyền của doanh nghiệp niêm yết.....115
2.4.2. Về nghĩa vụ của doanh nghiệp niêm yết 118
2.5. Thực trạng pháp luật về hủy bỏ niêm yết cổ phiếu và đăng ký niêm yết lại....137
2.6. Thực trạng pháp luật về quản lý niêm yết cổ phiếu 140
2.6.1. Về hoạt động quản lý niêm yết cổ phiếu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước 140
2.6.2. Về hoạt động quản lý niêm yết cổ phiếu của Sở giao dịch chứng khoán .142
2.6.3. Về hoạt động xử lý vi phạm, giải quyết tranh chấp và bồi thường thiệt hại trong hoạt động niêm yết cổ phiếu.....147
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2.....155
CHƯƠNG 3. ĐỊNH HƯỚNG, KIẾN NGHỊ HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VÀ GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ THỰC HIỆN PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU Ở VIỆT NAM.....157
3.1. Định hướng hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam.....157
3.2. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam 161
3.2.1. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về chủ thể tham gia niêm yết cổ phiếu...161

3.2.2. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về điều kiện niêm yết cổ phiếu 167
3.2.3. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về trình tự, thủ tục niêm yết cổ phiếu.....174
3.2.4. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về quyền và nghĩa vụ của doanh nghiệp niêm yết 175
3.2.5. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về hủy bỏ niêm yết cổ phiếu và đăng ký niêm yết lại.....182
3.2.6. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về quản lý niêm yết cổ phiếu.....183
3.3. Giải pháp nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam.....187
3.3.1. Giải pháp đối với cơ quan quản lý nhà nước 187
3.3.2. Giải pháp đối với tổ chức tự quản 191
3.3.3. Giải pháp đối với doanh nghiệp niêm yết.....192
3.3.4. Giải pháp đối với tổ chức, cá nhân khác 193
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3.....194
KẾT LUẬN 197
PHỤ LỤC 1. 200
PHỤ LỤC 2. 203
PHỤ LỤC 3. 205
PHỤ LỤC 4. 208
PHỤ LỤC 5. 221
PHỤ LỤC 6. 232
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO 247

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

CBTT	Công bố thông tin
CPNY	Cổ phiếu niêm yết
CTCK	Công ty chứng khoán
CTCP	Công ty cổ phần
CTĐC	Công ty đại chúng
CTNY	Công ty niêm yết
DNNN	Doanh nghiệp nhà nước
DNNY	Doanh nghiệp niêm yết
ĐHĐCĐ	Đại hội đồng cổ đông
ĐKGD	Đăng ký giao dịch
HĐQT	Hội đồng quản trị
NĐT	Nhà đầu tư
NYCP	Niêm yết cổ phiếu
QTCT	Quản trị công ty
SGDCK	Sở giao dịch chứng khoán
TTCK	Thị trường chứng khoán
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

DANH MỤC HÌNH VẼ

Hình 2.1. Số lượng doanh nghiệp niêm yết tại ngày 31/10 qua các năm.....89
Hình 2.2. Thống kê cổ phiếu niêm yết mới.....89
Hình 2.3. Thống kê cổ phiếu hủy niêm yết 90
Hình 2.4. Quy trình niêm yết cổ phiếu 112
Hình 2.5. 460/691 doanh nghiệp đạt chuẩn công bố thông tin năm 2025.....122
Hình 2.6. Doanh nghiệp đạt chuẩn công bố thông tin năm 2025 theo nhóm vốn hóa 122
Hình 2.7. Doanh nghiệp đạt chuẩn công bố thông tin qua 15 năm IR Awards (2011-2025).....123
Hình 2.8. Điểm trung bình quản trị công ty của doanh nghiệp niêm yết qua các năm 128
Hình 2.9. Tỷ lệ phần trăm đạt điểm theo các cấu phần của doanh nghiệp niêm yết năm 2025 128
Hình 2.10. Tỷ lệ độc lập của Hội đồng quản trị 129
Hình 2.11. Tình hình công ty công bố các thông tin liên quan đến cuộc họp ĐHĐCĐ và bảo đảm thời hạn cung cấp thông tin liên quan kỳ họp ĐHĐCĐ.....129
Hình 2.12. Tỷ trọng doanh nghiệp công bố thông tin bằng Tiếng Anh 129

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Lý do lựa chọn đề tài nghiên cứu

Trong cấu trúc khung pháp lý của TTCK, chế định NYCP được xem là một thành tố quan trọng, giữ vai trò tạo khung khổ pháp lý cho việc kết nối giữa nhu cầu huy động vốn của doanh nghiệp với cơ chế phân bổ nguồn lực thông qua thị trường vốn. Việc cổ phiếu được niêm yết không chỉ đơn thuần xác lập khả năng giao dịch tập trung trên TTCK mà còn làm phát sinh địa vị pháp lý đặc thù của CTĐC gắn với hệ thống các quyền và nghĩa vụ pháp lý cũng như cơ chế giám sát chặt chẽ gắn từ cơ quan quản lý và công chúng đầu tư. Vì vậy, pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP không chỉ dừng lại ở việc quy định điều kiện và thủ tục niêm yết mà còn trực tiếp định hình các chuẩn mực về minh bạch thông tin, QTCT, trách nhiệm giải trình và cơ chế bảo vệ NĐT - những yếu tố cốt lõi bảo đảm tính công khai, công bằng và hiệu quả của TTCK. Chính vì vậy, mức độ hoàn thiện và hiệu quả thực thi của pháp luật trong lĩnh vực này có ý nghĩa quyết định đối với chất lượng CPNY, tính liêm chính của thị trường, mức độ an toàn pháp lý cho NĐT cũng như khả năng phát triển ổn định, bền vững của TTCK.

Thực tiễn phát triển TTCK Việt Nam cho thấy, giai đoạn đầu, thị trường hình thành và mở rộng nhanh, đặc biệt trong thời kỳ tăng trưởng mạnh từ khoảng năm 2006 đến năm 2008, yêu cầu đối với chất lượng cổ phiếu, năng lực tài chính và tiêu chuẩn QTCT của DNNY chưa thực sự được đặt ra một cách đầy đủ và chặt chẽ. Trong bối cảnh nguồn cung cổ phiếu còn hạn chế và thị trường tăng trưởng nóng, cơ chế sàng lọc doanh nghiệp đủ điều kiện niêm yết còn tương đối lỏng lẻo, trong khi giá cổ phiếu chủ yếu chịu tác động bởi xu hướng tăng chung của thị trường và tâm lý đầu cơ hơn là phản ánh giá trị nội tại của doanh nghiệp. Thực trạng này không chỉ cho thấy những hạn chế trong cơ chế vận hành của thị trường giai đoạn đầu phát triển mà còn bộc lộ những bất cập của pháp luật về NYCP trong việc kiểm soát chất lượng hàng hóa trên thị trường, bảo đảm tính minh bạch thông tin, tăng cường kỷ luật thị trường và định hướng sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam.

Trong những năm gần đây, khi số lượng CTNY tăng lên đáng kể và quy mô vốn hóa thị trường ngày càng có vị trí quan trọng trong nền kinh tế, yêu cầu đặt ra không còn dừng ở việc mở rộng quy mô mà chuyển sang nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết và hiệu quả phân bổ vốn. Điều này đòi hỏi phải tiếp cận pháp luật về NYCP như một công cụ điều tiết có tính nền tảng, cần được phân tích một cách hệ thống về cơ sở lý luận, chức năng, giới hạn và mức độ phù hợp với mục tiêu phát triển thị trường vốn hiện đại. Việc nghiên cứu này nhằm làm rõ vai trò của pháp luật về NYCP trong việc bảo đảm sự vận hành ổn định, minh bạch và công bằng của TTCK, đồng thời tạo cơ sở khoa học cho việc so sánh, tiếp thu có chọn lọc kinh nghiệm quốc tế phù hợp với điều kiện hội nhập và phát triển của Việt Nam.

Mặt khác, sau giai đoạn tăng trưởng nhanh cả về quy mô và thanh khoản, TTCK Việt Nam trong những năm gần đây xuất hiện dấu hiệu chững lại, thể hiện ở số lượng

DNNY mới giảm, chất lượng cổ phiếu chưa được cải thiện tương xứng và tâm lý thận trọng gia tăng từ phía NĐT. Mặc dù TTCK vẫn giữ vai trò là kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng, song hiệu quả huy động vốn trên thị trường sơ cấp, mức độ sôi động của thị trường thứ cấp và niềm tin vào chất lượng DNNY đang đối mặt với nhiều thách thức. Những hạn chế này có mối liên hệ chặt chẽ với khuôn khổ pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP và hiệu quả thực thi pháp luật trong thực tiễn. Mặc dù hệ thống pháp luật về chứng khoán đã có nhiều bước hoàn thiện, song các quy định về điều kiện niêm yết, trình tự thủ tục, quyền và nghĩa vụ của tổ chức niêm yết, cơ chế giám sát và xử lý vi phạm vẫn còn tồn tại những điểm chưa thống nhất, chưa theo kịp sự phát triển của doanh nghiệp và thị trường. Bên cạnh đó, khoảng cách giữa quy định pháp luật và việc áp dụng trên thực tế vẫn khá rõ nét, làm giảm hiệu lực điều chỉnh và ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng CPNY cũng như niềm tin của NĐT đối với thị trường.

Trong bối cảnh Việt Nam đang hướng tới mục tiêu nâng cao chất lượng thị trường vốn, thu hút dòng vốn dài hạn và tăng cường khả năng chống chịu của thị trường trước các biến động, việc nghiên cứu một cách toàn diện pháp luật về NYCP trở nên đặc biệt cần thiết. Nghiên cứu này không chỉ nhằm nhận diện những bất cập của quy định hiện hành và thực tiễn áp dụng mà còn hướng tới việc đề xuất các giải pháp hoàn thiện pháp luật phù hợp với yêu cầu hội nhập, chuyển đổi cấu trúc DNNY và nâng cao hiệu quả bảo vệ NĐT trong giai đoạn phát triển mới của TTCK Việt Nam.

Xuất phát từ yêu cầu hoàn thiện pháp luật về NYCP cả về phương diện lý luận và thực tiễn, nghiên cứu sinh quyết định lựa chọn đề tài luận án **"Pháp luật về NYCP ở Việt Nam hiện nay"** để nghiên cứu, góp phần cung cấp cơ sở khoa học cho việc nâng cao chất lượng CPNY và hiệu quả vận hành của TTCK tại Việt Nam.

2. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu

2.1. Mục đích nghiên cứu

Mục đích nghiên cứu của luận án là làm rõ những vấn đề lý luận về NYCP và pháp luật về NYCP; đánh giá toàn diện thực trạng pháp luật Việt Nam và thực tiễn thực hiện pháp luật trong lĩnh vực này, qua đó nhận diện những hạn chế, bất cập và nguyên nhân của các hạn chế, bất cập đó. Trên cơ sở này, luận án xây dựng luận cứ khoa học và thực tiễn cho việc đề xuất các kiến nghị, giải pháp cụ thể, đồng bộ và khả thi nhằm hoàn thiện pháp luật về NYCP và nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật, bảo đảm pháp luật về NYCP trở thành công cụ điều tiết hiệu quả chất lượng hàng hóa niêm yết, tăng cường tính minh bạch, kỷ luật thị trường và niềm tin của NĐT, đáp ứng yêu cầu phát triển bền vững TTCK Việt Nam trong bối cảnh hiện nay.

2.2. Nhiệm vụ nghiên cứu

Để đạt được mục đích nghiên cứu nêu trên, luận án cần thực hiện các nhiệm vụ nghiên cứu sau đây:

Thứ nhất, tổng hợp, phân tích và đánh giá có chọn lọc các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước có liên quan đến NYCP và pháp luật về NYCP. Trên cơ sở đó, luận

án làm rõ những kết quả nghiên cứu đã đạt được, những vấn đề lý luận và thực tiễn đã được giải quyết, đồng thời xác định những khoảng trống nghiên cứu, những vấn đề còn có ý kiến khác nhau hoặc chưa được phân tích đầy đủ trong điều kiện phát triển của TTCK Việt Nam. Nhiệm vụ này nhằm xác lập cơ sở lý thuyết, phương pháp tiếp cận và định hướng nghiên cứu của luận án.

Thứ hai, làm rõ những vấn đề lý luận cơ bản về NYCP và pháp luật về NYCP. Nội dung này tập trung phân tích khái niệm, đặc điểm, vai trò của NYCP; khái niệm, đặc điểm, vai trò và cấu trúc về nội dung của pháp luật về NYCP; đồng thời xác định các nguyên tắc điều chỉnh, những yếu tố ảnh hưởng đến pháp luật về NYCP và các tiêu chí đánh giá pháp luật về NYCP trong mối quan hệ với yêu cầu bảo đảm minh bạch thị trường, bảo vệ NĐT, nâng cao chất lượng CPNY và phát triển bền vững TTCK.

Thứ ba, phân tích và đánh giá thực trạng pháp luật Việt Nam về NYCP và thực tiễn thực hiện pháp luật trong lĩnh vực này. Việc đánh giá được thực hiện theo cấu trúc về nội dung của pháp luật về NYCP, bao gồm các nhóm vấn đề chủ yếu như chủ thể NYCP; điều kiện NYCP; trình tự, thủ tục niêm yết; quản lý NYCP. Qua đó, luận án làm rõ những kết quả đạt được, những hạn chế, bất cập của pháp luật hiện hành, những vướng mắc trong thực tiễn thực hiện pháp luật và nguyên nhân của các hạn chế, bất cập đó.

Thứ tư, trên cơ sở kết quả nghiên cứu lý luận, kinh nghiệm quốc tế và thực trạng pháp luật Việt Nam, luận án xác định những định hướng hoàn thiện pháp luật về NYCP trong bối cảnh hiện nay; từ đó, luận án đề xuất các kiến nghị, giải pháp cụ thể, đồng bộ và khả thi nhằm hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam, góp phần nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết, tăng cường tính minh bạch, kỷ luật thị trường, bảo vệ NĐT và đáp ứng yêu cầu nâng hạng, phát triển bền vững TTCK Việt Nam.

3. Đối tượng nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu

3.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án bao gồm: các quan điểm khoa học đã được các tác giả cá nhân và tổ chức công bố trong các công trình nghiên cứu về NYCP nói riêng và TTCK nói chung; thực tiễn phát triển của thị trường CPNY, kinh nghiệm trong việc xây dựng và thực hiện pháp luật về NYCP tại một số quốc gia trên thế giới; các quy định của pháp luật Việt Nam hiện hành về NYCP; các báo cáo, khảo sát, số liệu, thông tin về thực tiễn thực hiện quy định của pháp luật Việt Nam về NYCP.

3.2. Phạm vi nghiên cứu

Với yêu cầu về dung lượng, luận án xác định phạm vi nghiên cứu như sau:

- *Phạm vi nghiên cứu về nội dung:* NYCP là một vấn đề pháp lý có phạm vi rộng, liên quan đến nhiều lĩnh vực và có thể được tiếp cận dưới nhiều góc độ khác nhau. Tuy nhiên, trong phạm vi của luận án này, pháp luật về NYCP được nghiên cứu chủ yếu dưới góc độ pháp luật chứng khoán, tập trung phân tích các quy định pháp luật điều chỉnh trực tiếp hoạt động NYCP trên TTCK Việt Nam. Trên cơ sở đó, Luận án tập trung làm

rõ các nội dung chính sau đây: Pháp luật về chủ thể NYCP, pháp luật về điều kiện NYCP và nghĩa vụ của chủ thể thực hiện niêm yết, pháp luật về trình tự, thủ tục NYCP và pháp luật về quản lý NYCP. Luận án không đi sâu nghiên cứu các vấn đề thuần túy về kỹ thuật tài chính hoặc quản lý TTCK nói chung, trừ trường hợp các nội dung này có liên quan trực tiếp và cần thiết cho việc phân tích, đánh giá pháp luật về NYCP.

- *Phạm vi nghiên cứu về không gian:* Luận án tập trung nghiên cứu pháp luật về NYCP ở Việt Nam. Việc nghiên cứu quy định pháp luật về NYCP của một số quốc gia có thể được thực hiện nhưng chỉ mang tính dẫn chiếu, đối sánh nhằm đánh giá và rút ra những bài học kinh nghiệm phù hợp cho Việt Nam.

- *Phạm vi nghiên cứu về thời gian:* Luận án tập trung nghiên cứu các quy định pháp luật về NYCP và thực tiễn thực hiện các quy định từ khi LCK năm 2019 có hiệu lực thi hành (01/01/2021) đến nay.

4. Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện các mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu đã xác định, luận án dựa trên nền tảng phương pháp luận nghiên cứu là học thuyết Mác - Lênin về duy vật biện chứng và duy vật lịch sử, các quan điểm của Đảng và Nhà nước ta về chính sách, pháp luật về TTCK.

Trên nền tảng phương pháp luận đó, luận án sử dụng phối hợp nhiều phương pháp nghiên cứu khoa học khác nhau, bảo đảm tính toàn diện, khách quan và phù hợp với đặc thù của đối tượng nghiên cứu là pháp luật về NYCP. Cụ thể là:

- Phương pháp phân tích, kết hợp nghiên cứu lý luận với thực tiễn: Đây là phương pháp chủ đạo được sử dụng xuyên suốt trong hầu hết các chương của luận án. Phương pháp này được áp dụng để làm rõ cơ sở lý luận của pháp luật về NYCP; phân tích nội dung các quy định pháp luật hiện hành; đánh giá thực trạng áp dụng pháp luật về điều kiện niêm yết, nghĩa vụ của DNNY; trình tự, thủ tục niêm yết và cơ chế quản lý, giám sát hoạt động NYCP trên TTCK.

- Phương pháp tổng hợp được sử dụng chủ yếu trong quá trình thu thập, hệ thống hóa và khái quát các quan điểm khoa học, kết quả nghiên cứu có liên quan đến đề tài. Trên cơ sở tổng hợp các kết quả phân tích, luận án xây dựng các nhận định chung, luận giải các vấn đề có tính hệ thống và đề xuất các định hướng, giải pháp hoàn thiện pháp luật về NYCP.

- Phương pháp tiếp cận lịch sử được áp dụng để nghiên cứu quá trình hình thành, phát triển và thay đổi của các quy định pháp luật về NYCP qua các giai đoạn khác nhau, qua đó làm rõ bối cảnh ban hành, động cơ điều chỉnh và xu hướng phát triển của pháp luật trong lĩnh vực này.

- Phương pháp tiếp cận hệ thống được sử dụng nhằm xem xét pháp luật về NYCP như một bộ phận cấu thành của hệ thống pháp luật chứng khoán và thị trường vốn, bảo đảm sự gắn kết, thống nhất giữa các quy định về niêm yết với các chế định pháp luật có liên quan. Trên cơ sở đó, luận án đánh giá mức độ phù hợp và tính đồng bộ của pháp

luật về NYCP trong tổng thể hệ thống pháp luật hiện hành.

- Phương pháp luật so sánh nhằm đối chiếu các quy định của pháp luật Việt Nam về NYCP với pháp luật của một số quốc gia có TTCK phát triển và các chuẩn mực quốc tế có liên quan; thực hiện trên cơ sở các tiêu chí chủ yếu như: mức độ phát triển và tính minh bạch của TTCK, sự tương đồng tương đối về mô hình quản lý, khả năng tham khảo kinh nghiệm đối với Việt Nam; đồng thời tập trung vào các nội dung cốt lõi như: điều kiện niêm yết; nghĩa vụ CBTT, QTCT; hủy bỏ niêm yết; quản lý niêm yết... Phương pháp này nhằm rút ra những kinh nghiệm có giá trị tham khảo, nhận diện những hạn chế của pháp luật hiện hành, làm cơ sở cho việc đề xuất các giải pháp hoàn thiện pháp luật phù hợp với điều kiện của Việt Nam.

- Phương pháp điều tra xã hội học được sử dụng nhằm thu thập và xử lý các thông tin thực tiễn phục vụ cho việc đánh giá hiệu quả thực thi pháp luật về NYCP. Phương pháp này được thực hiện thông qua phỏng vấn chuyên gia là các nhà quản lý, chuyên gia pháp lý, chuyên gia TTCK và khảo sát ý kiến của NĐT. Kết quả điều tra xã hội học được sử dụng như nguồn dữ liệu bổ trợ quan trọng cho những đánh giá trong luận án. Nội dung và kết quả điều tra xã hội học được trình bày chi tiết tại phần Phụ lục.

5. Đóng góp mới của luận án

Luận án có những đóng góp mới sau đây:

Thứ nhất, luận án tổng hợp, hệ thống hóa và phân tích một cách sâu sắc hơn những vấn đề lý luận cơ bản và NYCP; xây dựng khái niệm pháp luật về NYCP, xác định những nhóm quy phạm pháp luật của pháp luật về NYCP, những yếu tố tác động và yêu cầu đặt ra đối với pháp luật về NYCP.

Thứ hai, luận án đánh giá tương đối toàn diện, khách quan các quy định của pháp luật Việt Nam về NYCP và thực tiễn thực hiện các quy định này. Trên cơ sở đó, luận án chỉ ra những kết quả đã đạt được và những hạn chế, bất cập và nguyên nhân của pháp luật và quá trình thực hiện pháp luật về NYCP.

Thứ ba, luận án nghiên cứu, đề xuất các kiến nghị, giải pháp phù hợp, khả thi nhằm hoàn thiện pháp luật về NYCP và nâng cao hiệu quả thực hiện các quy định này ở Việt Nam trong bối cảnh hiện nay.

6. Ý nghĩa khoa học và tính thực tiễn của luận án

Ý nghĩa khoa học: Luận án là công trình nghiên cứu chuyên sâu về pháp luật về NYCP ở Việt Nam, tiếp cận vấn đề một cách hệ thống trên cả phương diện lý luận và thực tiễn. Thông qua việc làm rõ các khái niệm, đặc điểm, vai trò và nội dung điều chỉnh của pháp luật về NYCP, luận án góp phần bổ sung và hoàn thiện cơ sở lý luận của khoa học pháp lý trong lĩnh vực pháp luật chứng khoán và thị trường vốn. Trên cơ sở phân tích thực trạng các quy định pháp luật hiện hành và hiệu quả thực thi, luận án chỉ ra những hạn chế, bất cập và nguyên nhân, qua đó cung cấp luận cứ khoa học cho việc hoàn thiện pháp luật về NYCP phù hợp với yêu cầu phát triển của TTCK Việt Nam. Đồng thời, việc nghiên cứu kinh nghiệm pháp luật của một số quốc gia và TTCK phát

triển góp phần làm phong phú thêm các nghiên cứu so sánh trong lĩnh vực pháp luật chứng khoán.

Ý nghĩa thực tiễn: Kết quả nghiên cứu của luận án có giá trị tham khảo đối với hoạt động xây dựng, sửa đổi và hoàn thiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam. Các đánh giá và kiến nghị trong luận án có thể được sử dụng làm cơ sở khoa học cho các cơ quan nhà nước có thẩm quyền trong quá trình ban hành và tổ chức thực hiện pháp luật về chứng khoán. Bên cạnh đó, luận án còn góp phần hỗ trợ doanh nghiệp, tổ chức tư vấn và NĐT trong việc nhận diện rõ hơn các yêu cầu pháp lý liên quan đến NYCP và nghĩa vụ pháp lý phát sinh. Đồng thời, kết quả nghiên cứu có thể được sử dụng làm tài liệu tham khảo phục vụ công tác nghiên cứu, giảng dạy và học tập trong lĩnh vực pháp luật chứng khoán và thị trường vốn.

7. Kết cấu của luận án

Ngoài phần Mở đầu; Tổng quan về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài, lý thuyết nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu; Kết luận, Phụ lục và Danh mục tài liệu tham khảo, nội dung của luận án được kết cấu gồm ba (03) chương như sau:

Chương 1: Những vấn đề lý luận về niêm yết cổ phiếu và pháp luật về niêm yết cổ phiếu.

Chương 2: Thực trạng pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam hiện nay và thực tiễn thực hiện.

Chương 3: Định hướng, giải pháp hoàn thiện pháp luật và giải pháp nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam.

PHẦN THỨ NHẤT
TỔNG QUAN VỀ TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI, LÝ THUYẾT NGHIÊN CỨU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU

1. Tổng quan về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài

1.1. Đánh giá các công trình nghiên cứu trong nước và nước ngoài liên quan đến đề tài luận án

1.1.1. Các công trình nghiên cứu đã công bố liên quan đến lý luận về cổ phiếu và niêm yết cổ phiếu

Các công trình nghiên cứu đã công bố liên quan đến lý luận về cổ phiếu và NYCP có thể được khái quát theo một số nhóm nội dung chính, bao gồm: động cơ niêm yết của doanh nghiệp; tác động của niêm yết đối với hiệu quả hoạt động, đầu tư và quản trị doanh nghiệp; lợi ích và chi phí của việc niêm yết; rủi ro phát sinh từ hoạt động niêm yết, ĐKGD và sự tác động của yếu tố thị trường đến giá CPNY.

Trước hết, một số nghiên cứu đã tập trung làm rõ động cơ kinh tế - tài chính của doanh nghiệp khi thực hiện NYCP. Tiêu biểu là công trình *"Why do companies go public? An empirical analysis"* của Pagano, Panetta và Zingales (1998)[1]. Trên cơ sở phân tích dữ liệu các công ty Ý trong giai đoạn 1982-1992, nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp lựa chọn niêm yết không chỉ nhằm tài trợ cho các khoản đầu tư mới mà còn nhằm tái cấu trúc tài chính, giảm chi phí vay nợ và tạo thanh khoản cho cổ đông hiện hữu. Công trình này cũng chỉ ra rằng doanh nghiệp thường có xu hướng niêm yết khi lợi nhuận quá khứ và triển vọng tương lai ở trạng thái tích cực, qua đó phản ánh niêm yết như một công cụ tối đa hóa giá trị doanh nghiệp và hỗ trợ chiến lược thoái vốn của nhà sáng lập hoặc cổ đông lớn. Kết quả nghiên cứu này có ý nghĩa lý luận quan trọng vì đã tiếp cận quyết định niêm yết không đơn thuần như một thủ tục pháp lý hay một phương thức huy động vốn mà như một lựa chọn chiến lược của doanh nghiệp trong điều kiện thị trường vốn hiện đại.

Bên cạnh động cơ niêm yết, nhiều nghiên cứu đã phân tích tác động của NYCP đối với hiệu quả hoạt động, đầu tư và quản trị doanh nghiệp. Tại Việt Nam, nghiên cứu *"Ảnh hưởng của việc NYCP đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp"* của Trần Hùng Sơn và Nguyễn Tôn Nhân (2017)[2] về ảnh hưởng của NYCP đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã sử dụng dữ liệu của 143 doanh nghiệp phi tài chính trong giai đoạn 2000-2014 và phương pháp so sánh trước - sau (Megginson và cộng sự, 1994)[3] nhằm đánh giá ảnh hưởng của niêm yết đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hậu cổ phần hóa. Kết quả nghiên cứu cho thấy sau khi niêm yết, doanh nghiệp tạo ra nhiều việc làm

---

[1] Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998), "Why do companies go public? An empirical analysis", *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64. https://doi.org/10.1111/0022-1082.25448.

[2] Trần Hùng Sơn, Nguyễn Tôn Nhân (2017), *"Ảnh hưởng của việc NYCP đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp"*, Đề tài nghiên cứu khoa học mã số B2015-34-01, Đại học Quốc gia TP.Hồ Chí Minh.

[3] Megginson, W L; Nash, R C; Netter, J M and Schwartz, A L (2000), "The long-run return to investors in share issue privatization", *Financial Management*, 29(1), pp. 69-77.

hơn, thể hiện ở tổng số nhân viên tăng lên đáng kể trong 2 và 3 năm sau niêm yết; đồng thời, tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp cũng tăng lên sau niêm yết. Từ đó, nghiên cứu cho rằng việc niêm yết buộc doanh nghiệp phải tuân theo kỷ luật thị trường và góp phần cải thiện quản trị doanh nghiệp.

Ở một góc tiếp cận khác, nghiên cứu *"Does stock market listing impact investment in Japan?"* của French, Fujitani và Yasuda (2020) về tác động của niêm yết đến hoạt động đầu tư tại Nhật Bản đã so sánh ở quy mô lớn giữa các CTĐC niêm yết và các công ty chưa niêm yết[4]. Kết quả cho thấy các CTNY có mức đầu tư cao hơn và nhạy cảm hơn với các cơ hội đầu tư so với công ty chưa niêm yết. Nghiên cứu cũng làm rõ vai trò của niêm yết trong việc giảm hạn chế tài chính, giảm chi phí đại diện, tăng cường giám sát quản lý, cải thiện tính thanh khoản của cổ phiếu và thúc đẩy hiệu quả đầu tư. Đặc biệt, sự hiện diện của cổ đông nước ngoài được ghi nhận là yếu tố góp phần nâng QTCT, tăng cường minh bạch tài chính và thúc đẩy hoạt động đầu tư. Các kết quả này giúp củng cố luận điểm rằng NYCP có thể tạo ra tác động tích cực đối với năng lực đầu tư và chất lượng QTCT của doanh nghiệp.

Một nhóm nghiên cứu khác tập trung nhận diện lợi ích và chi phí của việc niêm yết đối với doanh nghiệp. Công trình *"The benefits and drawbacks of a stock market listing*" của Poul Lykkesfeldt và Laurits Louis Kjaergaard (2022) là một chương trong cuốn sách *"Investor relations and ESG reporting in a regulatory perspective"*[5] đã phân tích tương đối toàn diện cả mặt tích cực và mặt hạn chế của quyết định niêm yết. Về lợi ích, niêm yết giúp doanh nghiệp huy động nguồn vốn lớn từ công chúng, cải thiện thanh khoản cổ phiếu, nâng cao uy tín và thương hiệu, tạo dựng niềm tin đối với NĐT, tăng cường hình ảnh minh bạch trên thị trường, hỗ trợ định giá doanh nghiệp chính xác hơn và tạo thuận lợi cho các quyết định chiến lược. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra các chi phí và hệ quả bất lợi mà doanh nghiệp phải cân nhắc, bao gồm chi phí niêm yết, chi phí tuân thủ, nguy cơ suy giảm quyền kiểm soát của cổ đông sáng lập do phân tán sở hữu, sức ép từ NĐT và cổ đông mới đối với kết quả ngắn hạn cũng như áp lực CBTT có thể làm gia tăng rủi ro lộ thông tin nội bộ trước đối thủ cạnh tranh. Nội dung này có giá trị tham khảo quan trọng khi đánh giá tính cân bằng giữa quyền lợi và nghĩa vụ của DNNY trong pháp luật về NYCP.

Ngoài các lợi ích kinh tế - quản trị, một số công trình cũng đề cập đến rủi ro và yêu cầu giám sát phát sinh từ hoạt động niêm yết, ĐKGD cổ phiếu. Đề tài nghiên cứu khoa học *"Tác động của việc niêm yết, ĐKGD cổ phiếu doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đến kinh tế và TTCK: Kinh nghiệm quốc tế và hàm ý chính sách*

---

[4] Joseph J. French, Ryosuke Fujitani và Yukihiro Yasuda (2021), "Does stock market listing impact investment in Japan?", *Journal of the Japanese and International economies*, Volume 59, March 2021, https://doi.org/10.1016/j.jjie.2020.101093.

[5] Poul Lykkesfeldt & Laurits Louis Kjaergaard (2022), *"Investor relations and ESG reporting in a regulatory perspective"*, Springer Books, number 978-3-031-05800-4, March, pp. 3-9.

cho Việt Nam" của tác giả Lê Trung Hải (2021)[6] về tác động của việc niêm yết, ĐKGD cổ phiếu doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đã làm rõ vai trò, ý nghĩa của việc niêm yết, ĐKGD trên TTCK, đồng thời phân tích tác động của nhóm doanh nghiệp FDI đối với kinh tế và TTCK. Từ góc nhìn quản lý, giám sát thị trường, công trình nhấn mạnh rủi ro trong quá trình huy động và sử dụng vốn, đặc biệt là nguy cơ doanh nghiệp sử dụng vốn không đúng mục đích so với phương án được thông qua. Đối với doanh nghiệp FDI có tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài chiếm đa số, nghiên cứu đặt ra yêu cầu thận trọng trong giám sát sau phát hành tăng vốn, do có khả năng doanh nghiệp lợi dụng TTCK để huy động vốn nhưng thực chất là chiếm dụng vốn của NĐT. Công trình này góp phần bổ sung góc nhìn về rủi ro của hoạt động niêm yết, đặc biệt là yêu cầu thiết kế cơ chế giám sát sau niêm yết và bảo vệ NĐT.

Bên cạnh đó, lý luận về CPNY không chỉ gắn với doanh nghiệp phát hành mà còn liên quan đến hành vi NĐT và biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Nghiên cứu *"Ảnh hưởng của tâm lý NĐT đến biến động giá CPNY trên TTCK Việt Nam"* của tác giả Phạm Tiến Mạnh[7] về ảnh hưởng của tâm lý NĐT đến biến động giá CPNY trên TTCK Việt Nam đã sử dụng dữ liệu từ 198 CTNY trên SGDCK TP. Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2011-2021 để kiểm định mối quan hệ giữa tâm lý NĐT và biến động giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy tâm lý NĐT đối với từng cổ phiếu riêng lẻ và tâm lý NĐT đối với toàn bộ thị trường đều có tác động cùng chiều, có ý nghĩa thống kê đối với biến động giá CPNY. Ngoài ra, khả năng sinh lời và tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng tích cực đến biến động giá cổ phiếu. Kết quả này cho thấy cổ phiếu sau khi niêm yết không chỉ chịu ảnh hưởng từ nội tại doanh nghiệp mà còn từ tâm lý thị trường và các yếu tố kinh tế vĩ mô, qua đó đặt ra yêu cầu pháp luật về NYCP phải gắn với mục tiêu minh bạch thông tin, ổn định niềm tin NĐT và hạn chế biến động bất thường trên thị trường.

Tổng hợp các công trình nêu trên cho thấy, các nghiên cứu đã công bố, cả trong và ngoài nước, đã cung cấp nhiều phát hiện thực nghiệm và lập luận có giá trị nhằm làm sáng rõ mối quan hệ giữa hoạt động NYCP và hiệu quả vận hành của doanh nghiệp. Các nghiên cứu này đã lý giải tương đối thuyết phục động cơ niêm yết của doanh nghiệp, vai trò của NYCP trong huy động vốn, nâng cao tính thanh khoản, cải thiện hiệu quả đầu tư, thúc đẩy kỷ luật thị trường và nâng cao chất lượng QTCT. Một số công trình cũng ghi nhận vai trò của cơ chế CBTT, trách nhiệm giải trình, sự giám sát của thị trường và sự tham gia của NĐT nước ngoài như những yếu tố góp phần gia tăng minh bạch, giảm chi phí đại diện và cải thiện hiệu quả hoạt động của CTNY. Theo đó, NYCP không

---

[6] Lê Trung Hải – Chủ nhiệm (2021), *"Tác động của việc niêm yết, ĐKGD cổ phiếu doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đến kinh tế và TTCK: Kinh nghiệm quốc tế và hàm ý chính sách cho Việt Nam"*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ, Mã số: BTC/ĐT/2021-29.

[7] Phạm Tiến Mạnh (2023), "Ảnh hưởng của tâm lý NĐT đến biến động giá CPNY trên TTCK Việt Nam", *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, Số 254, Tháng 7/2023, Tr. 22 – 34.

chỉ được nhìn nhận như một công cụ tài chính đơn thuần mà còn là một thiết chế pháp lý - kinh tế có khả năng định hình hành vi của doanh nghiệp, NĐT và các chủ thể tham gia thị trường vốn. Các kết quả nghiên cứu này là cơ sở lý luận quan trọng để luận án kế thừa trong việc lý giải bản chất, vai trò và tính chất pháp lý đặc thù của hoạt động NYCP.

Tuy nhiên, có thể thấy rằng các công trình hiện có chủ yếu tiếp cận NYCP từ khía cạnh tài chính doanh nghiệp, QTCT, hiệu quả đầu tư, thanh khoản cổ phiếu hoặc dưới dạng các phân tích thực chứng riêng lẻ. Các nghiên cứu này tuy có giá trị quan trọng trong việc nhận diện tác động kinh tế - tài chính của NYCP nhưng chưa xây dựng được một khung lý luận pháp lý có tính hệ thống, toàn diện và chuyên sâu về NYCP với tư cách là một lĩnh vực quan hệ pháp luật đặc thù trong TTCK. Đặc biệt, chưa có công trình khoa học nào tiếp cận vấn đề NYCP một cách đầy đủ dưới góc độ lý luận pháp lý ở cấp độ luận án tiến sĩ, bao gồm cấu trúc pháp luật về điều kiện niêm yết, quyền và nghĩa vụ của DNNY, CBTT, QTCT, giám sát sau niêm yết, hủy niêm yết và niêm yết lại. Bên cạnh đó, phần lớn các nghiên cứu bằng tiếng Việt được triển khai trước khi LCK năm 2019 được ban hành nên chưa phản ánh đầy đủ đặc điểm, cấu trúc và tinh thần cải cách của pháp luật chứng khoán hiện hành. Các vấn đề quan trọng như mức độ tương thích giữa quy định pháp luật và thực tiễn thị trường, hiệu quả thực thi các nghĩa vụ sau niêm yết, cơ chế cân bằng lợi ích giữa các nhóm cổ đông, tác động lâu dài của niêm yết đến cấu trúc quyền lực trong CTNY và yêu cầu bảo vệ NĐT trong bối cảnh kinh tế - xã hội biến động nhanh chóng hiện nay vẫn chưa được khảo cứu một cách có hệ thống. Đây là khoảng trống nghiên cứu mà luận án sẽ tiếp tục phân tích nhằm xây dựng nền tảng lý luận vững chắc và đề xuất các giải pháp hoàn thiện pháp luật phù hợp với bối cảnh phát triển của TTCK Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

1.1.2. Các công trình nghiên cứu đã công bố liên quan đến lý luận pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Các công trình nghiên cứu đã công bố liên quan đến lý luận pháp luật về NYCP có thể được khái quát theo một số nhóm nội dung chính, bao gồm: cơ sở lý luận về pháp luật chứng khoán và TTCK; yêu cầu bảo vệ NĐT, cổ đông thiểu số và QTCT trong thị trường niêm yết; cách tiếp cận kinh tế học pháp luật đối với điều tiết TTCK; tác động của cải cách pháp luật đến hành vi và chính sách của DNNY; và các vấn đề pháp lý phát sinh từ niêm yết trên thị trường quốc tế.

Trước hết, một số công trình đã đặt nền tảng cho việc nhận diện bản chất, phạm vi và vai trò của pháp luật về chứng khoán và TTCK. Sách chuyên khảo *"Một số vấn đề về pháp luật chứng khoán và TTCK ở Việt Nam"* của tác giả Phạm Thị Giang Thu là một trong những công trình nghiên cứu có hệ thống đầu tiên ở Việt Nam về chứng khoán và TTCK dưới góc độ pháp lý[8]. Trong bối cảnh TTCK Việt Nam còn mới hình thành,

[8] Phạm Thị Giang Thu (2004), *Một số vấn đề về pháp luật chứng khoán và TTCK ở Việt Nam*, Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội.

công trình đã phân tích bản chất, cơ cấu của TTCK, làm rõ mối quan hệ giữa pháp luật chứng khoán với yêu cầu điều chỉnh thực tiễn thị trường, từ đó chỉ ra sự cần thiết của việc thể chế hóa kịp thời và đầy đủ các quy tắc pháp lý cho hoạt động của thị trường. Giá trị nổi bật của công trình là góp phần xây dựng cơ sở lý luận ban đầu về pháp luật TTCK, xác định nội dung, phạm vi, đặc điểm của pháp luật điều chỉnh và vai trò của pháp luật trong việc tạo lập trật tự vận hành cho thị trường.

Ở bình diện Lý thuyết Điều tiết, công trình *"Regulation: Legal Form and Economic Theory"* của Anthony Ogus[9] là công trình kinh điển về mối quan hệ giữa khuôn khổ pháp lý và lý thuyết kinh tế trong việc thiết kế, thực thi các cơ chế điều tiết. Trên cơ sở phân tích tổng hợp các học thuyết kinh tế, Ogus nhấn mạnh rằng mọi khuôn khổ pháp luật điều tiết cần được thiết kế dựa trên sự cân đối giữa chi phí thực thi và lợi ích xã hội đạt được, đồng thời chú trọng đến tính hiệu lực và hiệu quả thực tế của quy định. Liên hệ đến pháp luật về NYCP, lý thuyết của Ogus cung cấp nền tảng để lý giải tại sao hoạt động niêm yết - vốn gắn liền với tính minh bạch, bảo vệ NĐT và sự vận hành công bằng của TTCK - cần một khuôn khổ pháp lý điều tiết chặt chẽ nhưng hợp lý. Việc thiết lập quy định niêm yết không chỉ là công cụ bảo vệ cổ đông và hạn chế rủi ro đại diện mà còn là biện pháp nhằm tối ưu hóa chi phí, lợi ích xã hội, nâng cao niềm tin thị trường và khuyến khích sự tham gia của NĐT.

Một nhóm công trình quan trọng khác tập trung làm rõ mối quan hệ giữa bảo vệ NĐT, QTCT và sự phát triển của thị trường vốn. Công trình *"Investor Protection and Corporate Governance"* của La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer và Vishny[10] là nghiên cứu nền tảng trong lĩnh vực này. Trên cơ sở phân tích dữ liệu so sánh giữa các hệ thống pháp luật theo truyền thống Anh-Mỹ và châu Âu lục địa, công trình chỉ ra rằng mức độ bảo vệ pháp lý đối với cổ đông và NĐT có ảnh hưởng quyết định đến cấu trúc sở hữu, hiệu quả quản trị, cũng như khả năng huy động vốn của doanh nghiệp. Các quốc gia có cơ chế bảo vệ NĐT mạnh thường có TTCK phát triển, doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận nguồn vốn công chúng thông qua NYCP và hiện tượng sở hữu tập trung ít phổ biến hơn. Ngược lại, ở những quốc gia mà pháp luật về bảo vệ cổ đông thiếu hiệu quả, TTCK thường kém phát triển, niêm yết ít được ưa chuộng và cơ chế quản trị dựa nhiều vào gia đình hoặc nhóm cổ đông chi phối.

Tiếp nối hướng nghiên cứu này, công trình *"The law and economics of self-dealing"* của Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes và Shleifer[11] là một nghiên cứu quan trọng trong lĩnh vực kinh tế học pháp luật và QTCT, phân tích sâu hơn vấn đề giao dịch

---

[9] Ogus, A. J. (2004), *Regulation: Legal form and economic theory*, Oxford: Hart Publishing.

[10] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1 – 2, Pp. 3-27, https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9, truy cập ngày 30/11/2024.

[11] Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008), "The law and economics of self-dealing", *Journal of Financial Economics*, Volume 88, Issue 3, Pp. 430 – 465, https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007, truy cập ngày 10/3/2025.

tư lợi, một dạng xung đột lợi ích điển hình giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông thiểu số. Công trình tập trung vào vấn đề giao dịch tư lợi - một dạng xung đột lợi ích điển hình giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông thiểu số, có ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả của TTCK. Dựa trên việc xây dựng chỉ số pháp luật về bảo vệ cổ đông khỏi giao dịch tư lợi cho 72 quốc gia, nghiên cứu so sánh mức độ bảo vệ của các hệ thống pháp luật khác nhau, từ đó chứng minh rằng những quốc gia có cơ chế pháp luật chặt chẽ và hiệu quả trong kiểm soát giao dịch tư lợi thường có TTCK phát triển hơn, với tính thanh khoản cao hơn và chi phí vốn thấp hơn. Ngược lại, khi pháp luật bảo vệ NĐT yếu kém, tình trạng lạm dụng của cổ đông chi phối trở nên phổ biến, làm suy giảm niềm tin thị trường và hạn chế động lực niêm yết của doanh nghiệp. Nghiên cứu này đã chỉ ra một mối quan hệ cốt lõi: mức độ bảo vệ cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số, chính là điều kiện tiên quyết để thúc đẩy NYCP, nâng cao minh bạch và bảo đảm hiệu quả quản trị DNNY.

Bên cạnh vấn đề bảo vệ NĐT, một số công trình tiếp cận pháp luật chứng khoán từ góc độ kinh tế học pháp luật và hiệu quả điều chỉnh. Bài viết *"Tính hiệu quả của LCK – Sự tiếp cận từ góc độ kinh tế học pháp luật"* của tác giả Nguyễn Văn Tuyến[12] đã vận dụng lý thuyết kinh tế học pháp luật, được khởi nguồn từ ý tưởng phân tích kinh tế các quy định pháp luật trong công trình của Ronald H. Coase (1960) và phát triển bởi Richard Posner với lý luận "nghiên cứu kinh tế về luật pháp" (1973), làm rõ cơ sở lý luận cũng như các tiêu chí chủ yếu để đánh giá tính hiệu quả của LCK. Theo đó, tính hiệu quả của pháp luật chứng khoán cần được xem xét thông qua ba tiêu chí cơ bản: (1) bảo đảm tính rõ ràng, minh bạch của các quy định pháp luật; (2) khả năng giảm thiểu chi phí tiếp cận thị trường và chi phí giao dịch cho các chủ thể tham gia TTCK; (3) mức độ đáp ứng nhu cầu và lợi ích của các bên tham gia thị trường. Công trình có giá trị đặc biệt đối với nghiên cứu lý luận pháp luật về cổ phiếu và NYCP vì đã đặt ra những tiêu chí khoa học để đánh giá chất lượng của các quy định pháp luật điều chỉnh hoạt động niêm yết, từ đó cung cấp khung phân tích quan trọng cho việc hoàn thiện pháp luật chứng khoán ở Việt Nam theo hướng hiệu quả và thực chất hơn.

Một hướng nghiên cứu khác làm rõ tác động của cải cách pháp luật và áp lực thị trường đến chính sách của DNNY. Công trình *"Stock market listing and corporate policy: Evidence from reforms to Japanese corporate law"* của Masanori Orihara[13] đã phân tích tác động của việc NYCP đối với chính sách doanh nghiệp. Tác giả sử dụng dữ liệu từ các công ty Nhật Bản để khám phá mối quan hệ giữa tính thanh khoản của cổ phiếu và mức độ giám sát thị trường và cách chúng ảnh hưởng đến các quyết định chính sách của doanh nghiệp. Nghiên cứu tập trung vào các khía cạnh như cấu trúc vốn, chính sách cổ tức và đầu tư, đặc biệt trong bối cảnh cải cách Luật Doanh nghiệp Nhật Bản

[12] Nguyễn Văn Tuyến (2006), "Tính hiệu quả của LCK – Sự tiếp cận từ góc độ kinh tế học pháp luật", *Tạp chí Luật học*, Số 8, 2008-08-01, Tr. 53-59.
[13] Masanori Orihara (2017), "Stock market listing and corporate policy: Evidence from reforms to Japanese corporate law", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.43, pp.15-36.

nhằm tăng cường tính minh bạch và trách nhiệm giải trình của các CTNY. Kết quả cho thấy NYCP có tác động đáng kể đến chính sách doanh nghiệp. Nghiên cứu của Orihara đóng góp vào hiểu biết về cách các yếu tố bên ngoài (như cải cách luật pháp và áp lực thị trường) có thể định hình hành vi và chính sách của doanh nghiệp, đồng thời, cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của việc niêm yết trên TTCK đối với QTCT và việc ra các quyết định chiến lược.

Cuối cùng, một số công trình đề cập đến vấn đề pháp lý và quản trị phát sinh từ niêm yết trên thị trường quốc tế. Bài viết *"NYCP trên thị trường quốc tế đối với các ngân hàng thương mại nhà nước – Mục tiêu nhiều thách thức"* của tác giả Lê Hoàng Tùng và Ban Chiến lược Thư ký HĐQT Ngân hàng Thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam (2024)[14] chỉ ra những thuận lợi và khó khăn đối với các ngân hàng khi niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán quốc tế. Những thuận lợi bao gồm: cho phép các ngân hàng huy động vốn quốc tế; nâng cao tính thanh khoản cho cổ phiếu; giá trị thị trường của ngân hàng được định giá chính xác, chuyên nghiệp, phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế; thúc đẩy gia tăng khả năng nhận diện thương hiệu, nâng cao uy tín, danh tiếng của ngân hàng; là động lực cho các ngân hàng để cải thiện hiệu quả QTCT, củng cố phát triển chất lượng nguồn nhân lực, tăng tính minh bạch và trách nhiệm giải trình. Cùng với đó, ngân hàng sẽ đối mặt với những khó khăn, đó là: gia tăng chi phí tuân thủ, áp lực giám sát và nguy cơ kiện tụng; giảm tính bảo mật và đối mặt rủi ro từ biến động thị trường.

Các công trình nghiên cứu về lý luận pháp luật liên quan đến NYCP đã mang lại những đóng góp quan trọng mà luận án có thể kế thừa. Thứ nhất, các nghiên cứu cho thấy khung pháp lý điều chỉnh hoạt động niêm yết có vai trò định hướng rõ rệt trong việc thúc đẩy minh bạch hóa hoạt động doanh nghiệp và nâng cao chuẩn mực QTCT, đặc biệt thông qua áp lực giám sát thị trường và cơ chế công khai thông tin. Thứ hai, việc pháp luật phải vận động liên tục để thích ứng với các yếu tố biến động như chính sách vĩ mô, tâm lý NĐT, sự chuyển dịch chiến lược phát triển kinh tế - tài chính của Nhà nước… đã được làm rõ trong một số nghiên cứu, cho thấy pháp luật về NYCP không mang tính tĩnh tại mà cần được nhìn nhận như một thiết chế điều tiết linh hoạt. Thứ ba, các công trình gần đây có xu hướng tiếp cận NYCP trong bối cảnh quốc tế hóa, đặt vấn đề pháp lý về niêm yết trên thị trường nước ngoài - từ đó làm nổi bật cả tiềm năng lẫn những "gánh nặng" tuân thủ và rủi ro pháp lý tiềm tàng mà doanh nghiệp và cơ quan quản lý cần cân nhắc.

Tuy vậy, có thể thấy các công trình hiện hành, dù có giá trị về mặt thực chứng và phân tích chuyên đề, vẫn chưa đạt được mức độ hệ thống và chiều sâu lý luận cần thiết để lý giải toàn diện bản chất pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP. Thứ nhất, chưa có công trình nào tiếp cận vấn đề này ở cấp độ luận án tiến sĩ theo hướng hệ thống hóa,

---

[14] Lê Hoàng Tùng và Ban Chiến lược Thư ký HĐQT Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (2024), "NYCP trên thị trường quốc tế đối với các ngân hàng thương mại nhà nước - Mục tiêu nhiều thách thức", *Tạp chí Ngân hàng*, nguồn: https://tapchinganhang.gov.vn/niem-yet-co-phieu-tren-thi-truong-quoc-te-doi-voi-cac-ngan-hang-thuong-mai-nha-nuoc-muc-tieu-nhieu-thach-thuc-205.html, truy cập ngày 12/3/2025.

luận bàn tổng quát và chuyên sâu những vấn đề lý luận pháp lý cốt lõi liên quan đến bản chất, vai trò và cơ chế vận hành của pháp luật về NYCP trong điều kiện thị trường vốn hiện đại. Thứ hai, phần lớn các nghiên cứu bằng tiếng Việt mới chỉ nghiên cứu thực tiễn thị trường trong giai đoạn trước khi LCK năm 2019 có hiệu lực, do đó chưa phản ánh kịp thời cấu trúc, tinh thần và xu hướng cải cách pháp luật hiện hành. Thứ ba, chưa có công trình nào đưa ra đánh giá một cách toàn diện về hiệu quả thực thi các quy định pháp luật trong điều kiện thị trường có sự thay đổi nhanh chóng về công nghệ, quy mô vốn hóa, chủ thể tham gia và mức độ quốc tế hóa ngày càng sâu sắc. Trên cơ sở đó, nghiên cứu sinh định hướng sẽ tiếp cận vấn đề này như một nội dung trung tâm của luận án, nhằm xây dựng nền tảng lý luận đầy đủ và đề xuất các giải pháp pháp lý có tính khả thi và thực tiễn cao, góp phần hoàn thiện pháp luật về NYCP tại Việt Nam trong giai đoạn phát triển mới của TTCK.

1.1.3. Các công trình nghiên cứu đã công bố liên quan đến thực tiễn thực hiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Một hướng nghiên cứu nổi bật trong các công trình đã công bố là đánh giá thực tiễn thực hiện nghĩa vụ CBTT, minh bạch thông tin và tác động của các nghĩa vụ này đối với giá trị doanh nghiệp, chất lượng báo cáo và niềm tin của NĐT.

Công trình *"The influence of information transparency and disclosure on the value of listed companies in Vietnam"*, công bố trên Journal of Risk and Financial Management[15], nghiên cứu trực tiếp về tác động của minh bạch thông tin và CBTT đối với giá trị của các CTNY trên TTCK Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính kiểm toán, báo cáo quản trị và các nguồn liên quan của DNNY Việt Nam để đánh giá mối quan hệ giữa mức độ minh bạch, CBTT và giá trị doanh nghiệp. Công trình cung cấp bằng chứng thực nghiệm về vai trò thực tế của nghĩa vụ minh bạch và CBTT sau niêm yết tại Việt Nam. Nếu các nghiên cứu cũ chủ yếu phản ánh bối cảnh CBTT ở thị trường quốc tế cách đây nhiều thập niên, công trình này cho phép luận án tiếp cận gần hơn với thực tiễn hiện hành của TTCK Việt Nam. Công trình có thể được sử dụng để làm rõ rằng hiệu quả thực hiện pháp luật về NYCP không chỉ được đánh giá qua việc doanh nghiệp có thực hiện CBTT hay không mà còn ở việc thông tin được công bố có góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp, giảm bất cân xứng thông tin và củng cố niềm tin NĐT hay không.

Công trình *"Corporate governance disclosure and annual reports quality: An investigation in Vietnam context"* công bố trên Cogent Business & Management[16] nghiên cứu mối quan hệ giữa mức độ CBTT về QTCT và chất lượng báo cáo thường

---

[15] Loc Dong Truong; Le, Thai Xuan; Friday, H. Swint (2022), "The influence of information transparency and disclosure on the value of companies listed on the Vietnamese stock market", *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8), Article 345, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/274867/1/jrfm-15-00345.pdf?utm, truy cập ngày 05/5/2026.

[16] Tran Manh Dung, Ha Hong Hanh (2023), "Corporate governance disclosure and annual reports quality: An investigation in Vietnam context", *Cogent Business & Management*, 10(1), Article 2173125. https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2173125, truy cập ngày 05/5/2026.

niên trong bối cảnh Việt Nam. Nghiên cứu nhấn mạnh rằng các CTĐT/CTNY ở Việt Nam có nghĩa vụ lập báo cáo thường niên và báo cáo QTCT; từ đó, công trình kiểm định liệu mức độ CBTT, QTCT có liên hệ với chất lượng báo cáo thường niên hay không. Đặc biệt, nghiên cứu giúp bổ sung cơ sở thực chứng cho nhận định rằng chất lượng thực thi pháp luật về NYCP không chỉ phụ thuộc vào việc doanh nghiệp đáp ứng điều kiện niêm yết ban đầu mà còn phụ thuộc vào khả năng duy trì chuẩn mực CBTT và QTCT trong suốt quá trình niêm yết. Đây là nội dung có liên hệ trực tiếp với nhóm quy định về nghĩa vụ của DNNY và cơ chế bảo vệ NĐT.

Công trình *"Nghĩa vụ CBTT của DNNY trên TTCK Việt Nam"* của tác giả Phan Đăng Hải và Nguyễn Phương Thảo đăng trên Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng[17] tập trung phân tích cơ sở pháp lý và thực tiễn thi hành nghĩa vụ CBTT của các DNNY ở Việt Nam. Trên nền tảng pháp luật chứng khoán hiện hành, công trình đã chỉ ra các vi phạm phổ biến gồm công bố chậm hoặc thiếu báo cáo tài chính, không công bố đầy đủ thông tin về QTCT và ĐHĐCĐ hoặc vi phạm trong giao dịch cổ phiếu của cổ đông nội bộ, đồng thời xác định các nguyên nhân dẫn đến tình trạng này. Trên cơ sở đó, nhóm tác giả đề xuất nhiều giải pháp hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thực thi pháp luật về CBTT của DNNY trên TTCK.

Bên cạnh CBTT, nhiều công trình đã tiếp cận thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP thông qua chất lượng QTCT, kiểm soát xung đột lợi ích, quản trị lợi nhuận và độ tin cậy của báo cáo tài chính. Đây là nhóm vấn đề có quan hệ trực tiếp với yêu cầu duy trì tư cách niêm yết, bảo vệ cổ đông thiểu số và bảo đảm kỷ luật thị trường.

Công trình *"Corporate governance and earnings management: Evidence from Vietnamese listed firms"* công bố trên International Review of Economics & Finance[18] sử dụng dữ liệu thủ công của 800 doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam trong giai đoạn 2008-2018 để xây dựng chỉ số QTCT phù hợp với Bộ nguyên tắc QTCT tốt tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy chất lượng QTCT có tác động hạn chế hành vi quản trị lợi nhuận. Mối quan hệ này thể hiện rõ hơn ở doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao, sở hữu ít tập trung và doanh nghiệp tăng trưởng cao. Kết quả nghiên cứu của công trình đã phản ánh một vấn đề cốt lõi của thị trường niêm yết: chất lượng QTCT và độ tin cậy của báo cáo tài chính. Trong bối cảnh nhiều trường hợp hủy niêm yết tại Việt Nam xuất phát từ thua lỗ kéo dài, báo cáo tài chính không đáng tin cậy hoặc kiểm toán từ chối đưa ra ý kiến, công trình này có giá trị chứng minh rằng việc nâng cao chuẩn mực QTCT không chỉ là yêu cầu hình thức mà có khả năng hạn chế hành vi làm sai lệch thông tin tài chính, qua đó bảo vệ NĐT và nâng cao kỷ luật thị trường.

---

[17] Phan Đăng Hải, Nguyễn Phương Thảo (2021), "Nghĩa vụ CBTT của DNNY trên TTCK Việt Nam", *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, Số 231 – Tháng 8. 2021, Tr. 40-48.

[18] Quynh Nguyen, Maria H. Kim, Searat Ali (2024), "Corporate governance and earnings management: Evidence from Vietnamese listed firms", *International Review of Economics & Finance*, 89, 775–801. https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.084, truy cập ngày 06/5/2026.

Bài báo *"Một số vấn đề pháp lý về ngăn ngừa xung đột lợi ích trong QTCT niêm yết"* của tác giả Phan Đăng Hải[19] tập trung phân tích khung pháp luật hiện hành về kiểm soát và ngăn ngừa xung đột lợi ích trong QTCT niêm yết. Tác giả cho rằng xung đột lợi ích là hiện tượng phổ biến và tiềm ẩn nhiều rủi ro đối với cổ đông thiểu số cũng như tính minh bạch của thị trường, trong khi hành lang pháp lý tại Việt Nam còn nhiều hạn chế. Bài viết chỉ ra các bất cập chủ yếu, bao gồm: khái niệm người quản lý doanh nghiệp trong luật chưa rõ ràng; quy định về người có liên quan chưa bao quát đủ đối tượng cần kiểm soát; cơ chế kiểm soát giá trị giao dịch còn thiếu cụ thể và chế tài xử lý vi phạm chưa đủ sức răn đe. Trên cơ sở đó, tác giả kiến nghị hoàn thiện pháp luật theo hướng minh định hơn các khái niệm pháp lý, mở rộng phạm vi kiểm soát đối với giao dịch tư lợi, bổ sung cơ chế giám sát độc lập và nâng cao chế tài xử phạt.

Cùng với đó, một số công trình tập trung vào vấn đề thực thi pháp luật chứng khoán, đặc biệt là tác động của cơ chế thực thi đối với hành vi CBTT của doanh nghiệp và chất lượng thông tin tài chính. Đây là hướng nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng vì hiệu quả của pháp luật về NYCP không chỉ phụ thuộc vào nội dung quy phạm mà còn phụ thuộc đáng kể vào năng lực giám sát, phát hiện và xử lý vi phạm.

Công trình *"Enforcement and disclosure"* của Benedikt Franke và Dirk Simons, công bố trên Journal of Accounting and Public Policy[20], là nghiên cứu có giá trị trong việc lý giải mối quan hệ giữa thực thi pháp luật và hành vi CBTT của doanh nghiệp. Nghiên cứu xây dựng mô hình lý thuyết về tác động của cơ chế thực thi đối với CBTT bắt buộc và CBTT tự nguyện. Kết quả cho thấy nếu thiếu cơ chế thực thi đủ mạnh, các quy định về CBTT bắt buộc có thể trở nên kém hiệu quả; ngược lại, thực thi mạnh hơn có thể làm gia tăng số lượng doanh nghiệp tuân thủ quy định CBTT. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra một hệ quả đáng chú ý là thực thi quá mạnh có thể làm giảm động cơ CBTT tự nguyện, dù vẫn đem lại tác động tích cực đối với thị trường vốn thông qua việc giảm định giá sai lệch.

Công trình *"Does securities enforcement improve disclosure quality? An examination of Chinese listed companies' restatement activities"* của Ning Cao, Paul B. McGuinness và Chao Xi (2020)[21] sử dụng dữ liệu từ các CTNY trên TTCK Trung Quốc, tập trung vào mối quan hệ giữa việc thực thi pháp luật chứng khoán và tần suất, mức độ nghiêm trọng của các điều chỉnh báo cáo tài chính, từ đó phân tích tác động của việc thực thi pháp luật chứng khoán đến chất lượng CBTT. Kết quả cho thấy rằng việc tăng cường thực thi pháp luật chứng khoán có liên quan mật thiết đến việc giảm tần suất và

---

[19] Phan Đăng Hải (2018), "Một số vấn đề pháp lý về ngăn ngừa xung đột lợi ích trong QTCT niêm yết", *Tạp chí Kiểm sát*, Số 08, Tháng 4/2018, Tr.36-41.

[20] Franke, B., & Simons, D. (2023). *Enforcement and disclosure*. Journal of Accounting and Public Policy, 42(6), Article 107131. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2023.107131, truy cập ngày 07/6/2026.

[21] Ning Cao, Paul B. McGuinness và Chao Xi (2020), "Does securities enforcement improve disclosure quality? An examination of Chinese listed companies' restatement activities", *Journal of Corporate Finance*, Volume 67, April 2021, 101877.

mức độ nghiêm trọng của các điều chỉnh báo cáo tài chính, phản ánh sự cải thiện trong chất lượng CBTT. Điều này nhấn mạnh vai trò quan trọng của việc thực thi pháp luật trong việc nâng cao tính minh bạch và độ tin cậy của thông tin tài chính, góp phần bảo vệ quyền lợi của NĐT và tăng cường hiệu quả hoạt động của TTCK. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các công ty có quản trị nội bộ yếu kém hoặc có lịch sử vi phạm pháp luật chứng khoán có xu hướng thực hiện các điều chỉnh báo cáo tài chính thường xuyên hơn và nghiêm trọng hơn.

Ngoài các nghiên cứu về CBTT, QTCT và thực thi pháp luật nói chung, một số công trình đã khảo sát thực tiễn thực hiện chính sách, pháp luật về NYCP đối với các nhóm doanh nghiệp đặc thù. Nhóm nghiên cứu này có ý nghĩa trong việc nhận diện khoảng cách giữa yêu cầu chính sách, quy định pháp luật và khả năng thực thi trên thực tế. Tiêu biểu có thể kể đến công trình *"NYCP trên thị trường quốc tế đối với các ngân hàng thương mại nhà nước - Mục tiêu nhiều thách thức"* của Lê Hoàng Tùng và Ban Chiến lược Thư ký HĐQT Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam là công trình có giá trị đối với nhóm doanh nghiệp đặc thù là ngân hàng thương mại nhà nước. Công trình chỉ ra rằng Chiến lược phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến năm 2030 đặt mục tiêu có 3 - 5 ngân hàng niêm yết trên TTCK nước ngoài vào cuối năm 2025; Đề án cơ cấu lại hệ thống tổ chức tín dụng gắn với xử lý nợ xấu giai đoạn 2021 - 2025 cũng đặt mục tiêu có 1 - 2 ngân hàng niêm yết quốc tế vào năm 2025. Tuy nhiên, nghiên cứu cho thấy việc thực hiện mục tiêu này vẫn là thách thức lớn đối với các ngân hàng thương mại nhà nước, do yêu cầu cao về quản trị, chuẩn mực kế toán, CBTT, chi phí tuân thủ, áp lực giám sát và rủi ro pháp lý. Vì vậy, công trình phản ánh rõ khoảng cách giữa mục tiêu chính sách và khả năng thực thi trên thực tế đối với nhóm doanh nghiệp có tính đặc thù cao.

Các nghiên cứu về thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP đã cung cấp nhiều phát hiện có giá trị, làm cơ sở tham chiếu quan trọng cho luận án. Thứ nhất, các nghiên cứu đã làm rõ vai trò trung tâm của hệ thống pháp luật trong việc điều tiết hành vi của doanh nghiệp, đặc biệt là thông qua cơ chế CBTT bắt buộc và tự nguyện, qua đó, góp phần tạo lập một thị trường vốn minh bạch và hiệu quả. Việc các doanh nghiệp tự nguyện vượt chuẩn minh bạch thông tin cho thấy sức ép thị trường và yêu cầu tiếp cận vốn quốc tế có khả năng kích hoạt hành vi tuân thủ vượt mức tối thiểu, đồng thời, phản ánh tính tương tác giữa yếu tố pháp lý và động lực kinh tế. Thứ hai, nhiều công trình cũng chứng minh mối quan hệ trực tiếp giữa mức độ thực thi pháp luật và chất lượng CBTT, qua đó nhấn mạnh rằng không chỉ có sự tồn tại của pháp luật mà hiệu quả thực thi mới là yếu tố quyết định đến niềm tin thị trường và năng lực bảo vệ quyền lợi của NĐT. Thứ ba, các nghiên cứu còn chỉ ra yêu cầu cân bằng giữa việc nội luật hóa các chuẩn mực quốc tế và việc bảo lưu những đặc thù pháp lý - thể chế của từng quốc gia, từ đó, đảm bảo rằng khung pháp lý điều chỉnh hoạt động NYCP vừa mang tính hội nhập, vừa tạo điều kiện dễ dàng thích nghi, đồng thời, khắc phục các "điểm mù" tạo điều kiện phát sinh

những hành vi gian lận và bóp méo thông tin.

Tuy nhiên, có thể thấy rằng các nghiên cứu hiện có mới chỉ phản ánh từng lát cắt của thực tiễn thực thi pháp luật, trong khi chưa có công trình nào phân tích một cách toàn diện, có hệ thống và đặt trong khung lý luận pháp lý đầy đủ về hiệu quả thực thi pháp luật về NYCP. Đặc biệt, các nghiên cứu chưa làm rõ mức độ ảnh hưởng của cơ chế thực thi đối với khả năng sàng lọc doanh nghiệp yếu kém ngay từ giai đoạn đầu niêm yết cũng như quá trình giám sát sau niêm yết. Bên cạnh đó, thực tế vẫn còn thiếu vắng những phân tích cụ thể về mối quan hệ giữa tính đồng bộ trong cấu trúc pháp luật với năng lực giám sát, xử lý vi phạm trên thực tế, nhất là khi các doanh nghiệp ngày càng có xu hướng chuyển dịch cơ cấu sở hữu, niêm yết xuyên biên giới và sử dụng các công cụ tài chính phức tạp hơn. Luận án sẽ tiếp cận những khoảng trống này từ góc độ lý luận và thực tiễn pháp lý để đề xuất các giải pháp hoàn thiện cơ chế thực thi pháp luật về NYCP, phù hợp với định hướng phát triển minh bạch, ổn định và hiệu quả của TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

1.1.4. Các công trình đã công bố liên quan đến giải pháp hoàn thiện pháp luật và tổ chức thực hiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu

1.1.4.1. Tình hình nghiên cứu liên quan đến nhóm giải pháp hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu

- Công trình nghiên cứu *"Nâng cao chất lượng hàng hóa (cổ phiếu) trên TTCK thông qua điều kiện NYCP trên các SGDCK"* của tác giả Phạm Nguyễn Linh Bảo (2013)[22] làm rõ những điều kiện NYCP trên TTCK tập trung theo quy định của LCK 2006, Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của LCK 2006 (sửa đổi, bổ sung năm 2010) và các văn bản hướng dẫn thi hành. Theo tác giả, thực tiễn giao dịch và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp đang niêm yết cho thấy điều kiện niêm yết tại thời điểm nghiên cứu chưa đủ chặt chẽ để đảm bảo chất lượng hàng hóa (cổ phiếu) trên TTCK. Nghiên cứu tiến hành so sánh điều kiện NYCP thay đổi qua các thời kỳ và chỉ ra rằng các cơ quan quản lý đã nâng dần điều kiện NYCP trên các SGDCK. Tuy nhiên, dữ liệu thu thập lại phản ánh rằng kết quả hoạt động kinh doanh của những doanh nghiệp sau niêm yết lại không thực sự khả quan (tính đến thời điểm năm 2013), từ đó kiến nghị một số giải pháp nhằm nâng cao chất lượng hàng hóa của TTCK thông qua việc nâng cao điều kiện NYCP.

- Công trình nghiên cứu của tác giả Lê Vũ Nam (2015) về *"Thu hút doanh nghiệp nước ngoài NYCP trên TTCK Việt Nam - Nhìn từ các quy định về điều kiện niêm yết"*[23] tập trung phân tích và đánh giá các quy định pháp luật về điều kiện NYCP đối với doanh nghiệp nước ngoài tại Việt Nam theo LCK sửa đổi, bổ sung năm 2010 và các văn bản

[22] Phạm Nguyễn Linh Bảo (2013), "Nâng cao chất lượng hàng hóa (cổ phiếu) trên TTCK thông qua điều kiện NYCP trên các SGDCK", *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính – Marketing*, số 13&14, Xuân Quý Tỵ - 2013, Tr. 46 – 48, 35.

[23] Lê Vũ Nam (2015), "Thu hút doanh nghiệp nước ngoài NYCP trên TTCK Việt Nam – Nhìn từ các quy định về điều kiện niêm yết", *Tạp chí Khoa học pháp lý Việt Nam,* số 03 (88)/2015, Tr. 26-33.

hướng dẫn thi hành. Một số vấn đề quan trọng là điều kiện về vốn điều lệ và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp muốn niêm yết vẫn chưa đủ linh hoạt để phù hợp với chuẩn mực quốc tế; tỷ lệ cổ phần tự do chuyển nhượng (free-float) cũng chưa đạt mức hấp dẫn so với các thị trường phát triển trong khu vực; các quy định về quyền lợi NĐT nước ngoài vẫn còn nhiều ràng buộc, đặc biệt là tỷ lệ sở hữu tối đa mà NĐT nước ngoài có thể nắm giữ, làm giảm động lực tham gia của các công ty ngoại. Thêm vào đó, Việt Nam chưa có cơ chế pháp lý đặc thù dành riêng cho doanh nghiệp nước ngoài niêm yết, dẫn đến những khó khăn trong việc đáp ứng yêu cầu báo cáo tài chính, CBTT cũng như nghĩa vụ tuân thủ các quy định nội địa.

- Công trình nghiên cứu *"Hoàn thiện quy định về công khai, minh bạch và trách nhiệm giải trình của DNNN"* của tác giả Phạm Thị Giang Thu và Nguyễn Thị Phương Thảo (2024) tập trung phân tích thực trạng pháp luật về công khai, minh bạch và trách nhiệm giải trình trong quản trị DNNN[24]. Trên cơ sở đánh giá các bất cập còn tồn tại, các tác giả đề xuất hoàn thiện pháp luật theo hướng mở rộng nội dung công khai, chuẩn hóa quy định để tương thích với các chuẩn mực CBTT của CTĐC, điều chỉnh thời hạn công bố hợp lý hơn, đồng thời ban hành quy định cụ thể về trách nhiệm giải trình và tăng mức chế tài xử phạt. Nghiên cứu đã góp phần định hình một khuôn khổ pháp lý đồng bộ, phù hợp với thông lệ quốc tế, tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp khi niêm yết có thể đáp ứng các tiêu chuẩn minh bạch và nâng cao niềm tin của NĐT.

- Công trình *"Thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước tại DNNN"* của tác giả Nguyễn Thị Mai Anh (2024) đăng trên Tạp chí Cộng sản tập trung phân tích tiến trình cổ phần hóa và thoái vốn tại các DNNN trong giai đoạn hiện nay, coi đây là khâu then chốt nhằm tái cơ cấu khu vực DNNN và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước[25]. Tác giả chỉ ra những hạn chế trong thực tiễn, từ đó đề xuất nhiều giải pháp: hoàn thiện chính sách pháp luật về cổ phần hóa gắn với niêm yết trên TTCK; tăng cường công khai, minh bạch thông tin trong quá trình định giá, thoái vốn; áp dụng cơ chế giám sát chặt chẽ hơn đối với DNNN sau cổ phần hóa; và thúc đẩy việc NYCP như một yêu cầu bắt buộc để đảm bảo kỷ luật thị trường và bảo vệ NĐT .

- Bài viết *"Từ các vụ thao túng TTCK: Kiến nghị hoàn thiện pháp luật điều chỉnh giao dịch chứng khoán trực tuyến"* của các tác giả Đinh Chiến và Thái Dương (2024), đăng trên Tạp chí điện tử Pháp lý[26]. Nhóm tác giả phân tích các thủ đoạn phổ biến của hành vi thao túng TTCK, chỉ ra những lỗ hổng của pháp luật hiện hành, đồng thời, kiến nghị cần sớm hoàn thiện pháp luật điều chỉnh giao dịch chứng khoán trực tuyến theo

---

[24] Phạm Thị Giang Thu, Nguyễn Thị Phương Thảo (2024), "Hoàn thiện quy định về công khai, minh bạch và trách nhiệm giải trình của DNNN", *Tạp chí Luật học*, Số 1/2024, Tr. 51-63.

[25] Nguyễn Thị Mai Anh (2024), "Thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước tại DNNN", *Tạp chí Cộng sản*, https://tapchicongsan.org.vn/web/guest/kinh-te/-/2018/992802/view_content, truy cập ngày 12/01/2025.

[26] Đinh Chiến, Thái Dương (2024), "Từ các vụ thao túng TTCK: Kiến nghị hoàn thiện pháp luật điều chỉnh giao dịch chứng khoán trực tuyến", *Tạp chí điện tử Pháp lý*, https://phaply.net.vn/tu-cac-vu-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-kien-nghi-hoan-thien-phap-luat-de-chu-dong-phong-ngua-toi-pham-a257107.html, truy cập ngày 07/2/2025.

hướng đồng bộ với Luật Giao dịch điện tử (sửa đổi), bổ sung quy định cụ thể về trách nhiệm của các tổ chức trung gian, tăng cường cơ chế giám sát giao dịch và áp dụng chế tài nghiêm khắc để răn đe; từ đó, gợi mở định hướng quan trọng cho việc hoàn thiện pháp luật về NYCP bởi tính minh bạch và kỷ luật của thị trường chỉ được đảm bảo khi pháp luật có khả năng kiểm soát hữu hiệu các hành vi thao túng, nhất là trong môi trường giao dịch trực tuyến ngày càng chiếm ưu thế.

1.1.4.2. Tình hình nghiên cứu liên quan đến nhóm giải pháp tổ chức thực hiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu

- Công trình nghiên cứu *"TTCK Việt Nam nhìn từ phía cung"* của tác giả Trịnh Thị Hoa Mai (2004)[27] đã chỉ ra những vấn đề kìm hãm nguồn cung cổ phiếu cho thị trường sơ cấp ở Việt Nam và đưa ra những giải pháp thúc đẩy thị trường này. Tác giả chỉ ra rằng, thị tuy không làm tăng vốn cho các CTNY nhưng sự hoạt động náo nhiệt của thị trường thứ cấp tạo ra động lực để thị trường sơ cấp tiếp tục hồi sinh và phát triển. Vì vậy, TTCK chỉ hoạt động có hiệu quả khi cả hai thị trường này được vận hành suôn sẻ. Tuy nhiên, ở Việt Nam đã và đang hiện diện một TTCK mà ở đó thị trường thứ cấp rất sôi động nhưng thị trường sơ cấp hầu như vẫn ngủ yên. Điều này cho thấy, yếu tố kìm hãm thị trường tiềm ẩn ngay cả trong thời kỳ TTCK hoạt động mạnh mẽ. Nghiên cứu chứng minh rằng khi TTCK trì trệ, mọi nỗ lực của nhà quản lý dường như chỉ mới tập trung vào các giải pháp kích cầu đầu tư mà chưa có những giải pháp mạnh mẽ để tăng nguồn cung cho thị trường. Cùng với đó, giải pháp nới lỏng một số điều kiện niêm yết nhằm thúc đẩy quá trình cổ phần hóa tuy là cần thiết để khuyến khích doanh nghiệp vừa và nhỏ niêm yết nhưng cần được dựa trên cơ sở nâng cao chất lượng CPNY, hướng tới mục tiêu tăng quy mô thị trường, đồng thời, tăng lượng hàng hóa chất lượng cao, đảm bảo tính hấp dẫn đối với các NĐT trong và ngoài nước.

- Công trình nghiên cứu *"Public and private enforcement of Securities Laws: Resource-based evidence"* của Howell E. Jackson và Mark J. Roe đăng trên Journal of Financial Economics năm 2009[28] đã phân tích vai trò của thực thi công và tư trong luật chứng khoán đối với sự phát triển của thị trường tài chính toàn cầu. Trong nghiên cứu này, các tác giả đã phát triển các biến số dựa trên nguồn lực để đo lường mức độ thực thi công, từ đó, kiểm tra mối quan hệ giữa các biến số này và các chỉ số phát triển thị trường tài chính. Kết quả cho thấy, việc tăng cường thực thi công có liên hệ chặt chẽ với sự phát triển mạnh mẽ của thị trường tài chính. Đặc biệt, thực thi công có tầm quan trọng tương đương hoặc thậm chí vượt trội so với các biện pháp thực thi tư trong việc giải thích các kết quả của thị trường tài chính. Nghiên cứu này thách thức quan điểm cho

[27] Trịnh Thị Hoa Mai (2004), "TTCK Việt Nam nhìn từ phía cung", *Tạp chí Khoa học ĐHQG Hà Nội, Kinh tế - Luật*, 20, 2, Tr. 9-15.

[28] Howell E. Jackson & Mark J. Roe (2009), "Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence" , *Journal of Financial Economics*, *Journal of Financial Economics*, Volume 93, Issue 2, August 2009, pp. 207-238, https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.006.

rằng thực thi công không quan trọng đối với sự phát triển của thị trường tài chính và nhấn mạnh rằng việc đầu tư vào nguồn lực cho các cơ quan quản lý chứng khoán có thể đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy sự phát triển và ổn định của thị trường tài chính; đồng thời cung cấp bằng chứng thuyết phục rằng cả thực thi công và tư đều quan trọng đối với sự phát triển của thị trường tài chính, nhưng thực thi công có thể có tác động mạnh mẽ hơn so với những gì vốn được công nhận trước đây.

- Công trình nghiên cứu *"Thúc đẩy phát huy chức năng TTCK Việt Nam giai đoạn hiện nay"* của tác giả Nguyễn Lê Cường (2023)[29] cho thấy TTCK Việt Nam là một bộ phận quan trọng của hệ thống tài chính quốc gia, đóng vai trò trung tâm trong việc huy động và luân chuyển vốn trung và dài hạn. Nghiên cứu đưa ra một bức tranh tổng thể về tình hình NYCP tại Việt Nam trong bối cảnh TTCK còn nhiều biến động, từ đó đề xuất các giải pháp pháp lý không chỉ giúp tăng cường thanh khoản, nâng cao tính minh bạch mà còn tạo điều kiện thuận lợi hơn cho doanh nghiệp tham gia niêm yết. Trong số những giải pháp được đưa ra, tác giả cho rằng việc duy trì và nâng cao hơn nữa khả năng tạo thanh khoản cho các loại chứng khoán trên thị trường là rất trọng yếu. Đồng thời, cần tiếp tục hoàn thiện các quy định, quy chế phục vụ quản lý và tổ chức hoạt động của thị trường, nhất là các quy định về QTCT đại chúng; quy định về giám sát và CBTT của CTĐC, CTNY; các quy định về quản lý niêm yết.

- Công trình nghiên cứu *"QTCT tại các DNNY trên sàn chứng khoán Việt Nam: Thực trạng và giải pháp"* của tác giả Nguyễn Lưu Tuyền (2024) phân tích thực trạng QTCT tại các DNNY, đồng thời đề xuất các giải pháp cải thiện theo hướng tiếp cận thông lệ quốc tế. Nghiên cứu chỉ ra những hạn chế phổ biến như cơ cấu HĐQT chưa đa dạng, thiếu thành viên độc lập hoặc nữ, vai trò của ủy ban chuyên trách về phát triển bền vững còn mờ nhạt, sự can thiệp trực tiếp của HĐQT vào hoạt động điều hành làm giảm tính chủ động của Ban giám đốc. Tác giả nhấn mạnh nhu cầu tích hợp các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị (ESG) vào QTCT để đáp ứng yêu cầu phát triển bền vững và nâng cao uy tín đối với NĐT và đề xuất các giải pháp bao gồm: hoàn thiện khung pháp lý về quản trị DNNY, nâng cao minh bạch thông tin, tăng cường cơ chế giám sát nội bộ và khuyến khích áp dụng các thông lệ tốt về ESG.

Các công trình nghiên cứu liên quan đến nhóm giải pháp hoàn thiện và tổ chức thực hiện pháp luật về NYCP đã cung cấp nhiều luận điểm có giá trị, góp phần tạo nền tảng lý luận và thực tiễn quan trọng mà nghiên cứu sinh có thể kế thừa. Trên phương diện hoàn thiện pháp luật, các nghiên cứu đã chỉ ra nhu cầu nâng cao tính minh bạch và chất lượng hàng hóa cổ phiếu thông qua việc điều chỉnh điều kiện niêm yết, cải tiến cơ chế CBTT và tiệm cận với các chuẩn mực quốc tế. Đồng thời, các đề xuất liên quan đến thu hút doanh nghiệp nước ngoài niêm yết đã góp phần mở rộng phạm vi nghiên cứu

[29] Nguyễn Lê Cường (2023), "Thúc đẩy phát huy chức năng TTCK Việt Nam giai đoạn hiện nay", *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán*, Kỳ 2 tháng 8 (số 246) - 2023, Tr. 34-37.

theo hướng hội nhập, đặt ra yêu cầu điều chỉnh pháp luật phù hợp hơn với thông lệ toàn cầu mà vẫn bảo đảm tính ổn định nội tại. Về phương diện tổ chức thực hiện pháp luật, các công trình cũng khẳng định vai trò của hệ thống thực thi pháp luật, đặc biệt là thực thi công - như một nhân tố quyết định mức độ hiệu quả, minh bạch và ổn định của thị trường. Các nghiên cứu này đồng thời làm nổi bật vai trò của thị trường sơ cấp trong việc nuôi dưỡng động lực niêm yết và tạo nguồn cung cổ phiếu chất lượng, đồng thời, nhấn mạnh mối quan hệ tương hỗ giữa chất lượng quy định pháp luật, cơ chế thực thi và độ sâu pháp lý trong việc kiểm soát hoạt động NYCP.

Tuy nhiên, bên cạnh những đóng góp đáng kể, các công trình hiện có vẫn còn một số giới hạn nhất định, từ đó, mở ra khoảng trống nghiên cứu tiếp tục được triển khai trong luận án. Thứ nhất, các nghiên cứu mới dừng lại ở mức độ đề xuất định hướng cải cách pháp luật hoặc kiến nghị chính sách mang tính khuyến nghị hành chính, trong khi chưa có công trình nào phân tích một cách toàn diện và dưới góc độ pháp lý về hiệu lực, tính khả thi của các quy định liên quan đến điều kiện niêm yết, nghĩa vụ pháp lý phát sinh sau niêm yết và cơ chế kiểm soát rủi ro pháp lý. Thứ hai, tác động của những biến động lớn trong bối cảnh chính trị - tài chính gần đây (như khủng hoảng thanh khoản, bối cảnh chuyển đổi số…) đối với khả năng thực thi các giải pháp pháp luật về NYCP vẫn chưa được đánh giá có hệ thống. Thứ ba, vấn đề rủi ro pháp lý liên quan đến doanh nghiệp nước ngoài niêm yết tại Việt Nam - một chủ đề nhạy cảm nhưng ngày càng có tính thời sự - chưa được các công trình hiện hữu nghiên cứu sâu. Trên cơ sở đó, luận án sẽ tập trung phân tích mối quan hệ giữa tiêu chuẩn niêm yết và thực tiễn áp dụng, hiệu quả của cơ chế thực thi và giám sát hậu niêm yết nhằm xây dựng một hệ thống giải pháp pháp lý toàn diện, có tính khả thi và phù hợp với thực tiễn vận hành của TTCK Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

1.2. Khoảng trống nghiên cứu và những vấn đề luận án sẽ tiếp tục nghiên cứu

1.2.1. Những vấn đề liên quan đến đề tài luận án đã được nghiên cứu, giải quyết trong các công trình đã công bố

Thứ nhất, các công trình nghiên cứu lý luận về NYCP và pháp luật điều chỉnh hoạt động này đã tạo dựng một nền tảng học thuật quan trọng cho đề tài luận án. Nhiều tác giả đã xây dựng và củng cố khái niệm NYCP, từ đó giúp định hình định những nội dung cơ bản của pháp luật điều chỉnh. Bản chất pháp lý của NYCP đã được làm rõ như một chế định vừa mang tính kinh tế - tài chính, vừa mang tính pháp lý, gắn liền với nguyên tắc công khai, minh bạch và bảo vệ quyền lợi NĐT. Bên cạnh đó, các nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh mối quan hệ trực tiếp giữa chất lượng của khung pháp lý về NYCP với hiệu quả huy động vốn của doanh nghiệp, niềm tin của NĐT và sự phát triển bền vững của TTCK.

Thứ hai, tuy hạn chế về số lượng song một số nghiên cứu trên đây đã làm rõ thực trạng pháp luật về NYCP, đưa đến những kết quả nghiên cứu có giá trị tham khảo rất đáng kể. Nhiều công trình trong nước đã làm rõ quy định của pháp luật Việt Nam điều

chỉnh hoạt động NYCP tại thời điểm các tác giả tiến hành nghiên cứu. Những công bố này cho thấy khung pháp luật liên quan đến vấn đề này đã sớm được hình thành gắn với sự vận hành, phát triển của TTCK Việt Nam, đồng thời, đề cập và làm rõ một hoặc một số nội dung của pháp luật Việt Nam về NYCP, đưa ra những đánh giá và bình luận có giá trị tham khảo thiết thực, hỗ trợ việc sửa đổi, bổ sung và hoàn thiện pháp luật thực định trong từng giai đoạn.

Thứ ba, các nghiên cứu trên đây có giá trị rất lớn trong việc xác định những vấn đề trọng tâm của hoạt động NYCP và những yếu tố tác động đến hệ thống pháp luật điều chỉnh hoạt động này. Thông qua việc phân tích các mô hình pháp lý của các quốc gia có TTCK phát triển, các nghiên cứu này tạo cơ sở để đánh giá tính phù hợp và khoảng cách giữa pháp luật Việt Nam với thông lệ quốc tế, từ đó đề xuất các giải pháp cải cách nhằm nâng cao chất lượng hệ thống pháp luật về NYCP. Đặc biệt, các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của quy định về niêm yết đối với chất lượng CBTT, QTCT và hiệu quả hoạt động của DNNY góp phần định hướng các điều chỉnh pháp luật theo hướng tăng cường tính minh bạch của thị trường và bảo vệ lợi ích của NĐT.

1.2.2. Những vấn đề liên quan đến đề tài luận án nhưng chưa được nghiên cứu, giải quyết trong các công trình đã công bố

Thứ nhất, từ tổng quan các công trình đã công bố có thể nhận thấy một khoảng trống rõ rệt trong nghiên cứu học thuật: chưa có công trình nào ở cấp độ luận án tiến sĩ tiến hành hệ thống hóa và luận bàn một cách toàn diện lý luận pháp luật về NYCP. Những nghiên cứu hiện có mới chỉ tiếp cận vấn đề ở phạm vi từng khía cạnh riêng lẻ như: tác động của niêm yết đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nghĩa vụ CBTT, cơ chế bảo vệ NĐT hay thực tiễn QTCT trong DNNY. Trong số đó, các công bố quốc tế, vốn mang tính nền tảng và có giá trị định hướng cao, thường được xây dựng trên dữ liệu thực nghiệm và mô hình so sánh, nhưng vẫn dừng lại ở việc khẳng định vai trò kinh tế - tài chính của NYCP chứ chưa đi sâu vào phương diện lý luận pháp lý của chế định này. Trong khi đó, các nghiên cứu trong nước chủ yếu mới dừng lại ở những bình luận, phân tích một số quy định pháp luật gắn với từng giai đoạn phát triển của TTCK Việt Nam, chưa hình thành được một hệ thống lý luận hoàn chỉnh và khái quát có khả năng định hướng cho việc cải cách pháp luật trong dài hạn.

Chính vì vậy, việc thực hiện một công trình nghiên cứu có quy mô luận án tiến sĩ để hệ thống hóa, luận giải các vấn đề lý luận nền tảng của NYCP, từ khái niệm, nguyên tắc, cấu trúc pháp luật điều chỉnh cho đến cơ chế giám sát và thực thi không chỉ có ý nghĩa bổ khuyết cho khoảng trống học thuật hiện nay mà còn mang giá trị thực tiễn sâu sắc. Đây là cơ sở để luận án thể hiện tính độc lập, tính mới, đồng thời khẳng định sự cần thiết và cấp thiết của việc nghiên cứu toàn diện pháp luật về NYCP trong bối cảnh Việt Nam đang tiếp tục hội nhập và chuẩn hóa theo thông lệ quốc tế.

Thứ hai, tuy đã có một số công trình nghiên cứu trực tiếp đề cập đến thực trạng pháp luật về NYCP tại Việt Nam, song phần lớn các công trình này lại gắn với khung

pháp luật chứng khoán cũ. Sự ra đời của LCK năm 2019 và gần đây là Luật số 56/2024/QH15 cùng các văn bản hướng dẫn thi hành đã tạo nên những thay đổi quan trọng trong cách tiếp cận quản lý, điều chỉnh hoạt động NYCP, phản ánh yêu cầu hội nhập quốc tế cũng như thực tiễn phát triển mạnh mẽ của TTCK Việt Nam. Do đó, những kết quả nghiên cứu trước đây chủ yếu mang tính tham khảo lịch sử, chưa đủ để phản ánh đúng và đầy đủ những thay đổi về chính sách và định hướng lập pháp trong giai đoạn hiện nay. Ở thời điểm này, hệ thống pháp luật chứng khoán hiện hành đã tạo ra những bước chuyển quan trọng không chỉ về kỹ thuật lập pháp mà còn về cách tiếp cận quản lý theo hướng tiệm cận hơn với thông lệ quốc tế. Đặc biệt, trong bối cảnh Việt Nam đã bước đầu đạt được mục tiêu nâng hạng TTCK, những yêu cầu pháp lý đối với NYCP cũng trở thành những tiêu chí đánh giá mang tính trung tâm. Việc chưa có công trình học thuật nào tiến hành khảo cứu một cách toàn diện các quy định mới đặt trong mối liên hệ trực tiếp với bối cảnh nâng hạng thị trường đã để lại một khoảng trống đáng kể trong nghiên cứu, cần được tập trung khai thác và phát triển.

Ngoài ra, TTCK vốn dĩ là một thị trường đặc thù, có tính nhạy cảm cao và thường xuyên biến động trước tác động của các yếu tố kinh tế - xã hội, chính trị và công nghệ. Chính vì vậy, việc thực thi pháp luật về NYCP tại Việt Nam không chỉ phụ thuộc vào quy phạm pháp luật thành văn mà còn chịu ảnh hưởng sâu sắc từ khả năng thực thi, vận hành, năng lực công nghệ, khả năng tích hợp dữ liệu và trình độ quản trị của cả DNNY lẫn cơ quan quản lý. Vì vậy, khoảng cách giữa quy định pháp luật và thực tiễn thực thi vẫn luôn tồn tại và chưa được lý giải một cách toàn diện, khách quan và cập nhật. Đây chính là một khoảng trống đòi hỏi luận án phải khai thác và phân tích sâu, vừa để nhận diện đúng những bất cập trong thực tiễn thi hành, vừa để kiến tạo cơ sở khoa học cho các giải pháp hoàn thiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam.

Thứ ba, một yêu cầu đặc biệt cấp thiết đặt ra cho nghiên cứu hiện nay thông qua phân tích, làm rõ thực trạng pháp luật Việt Nam về NYCP đó là hình thành cơ sở quan trọng để đưa ra những đánh giá khách quan về mức độ hoàn thiện của các quy định pháp luật cũng như hiệu quả thực thi trong những năm gần đây. Qua khảo cứu các công trình đã công bố cho thấy, pháp luật về NYCP ở Việt Nam tuy đã được đề cập trong một số nghiên cứu về TTCK, CTĐC, CBTT, QTCT và bảo vệ NĐT, nhưng thường chỉ được tiếp cận như một nội dung thành phần, chưa được nghiên cứu với tư cách là một chỉnh thể pháp luật độc lập, có cấu trúc nội dung, nguyên tắc điều chỉnh và tiêu chí đánh giá riêng. Hiện trạng nghiên cứu cũng cho thấy quy mô các công trình chuyên sâu về NYCP còn hạn chế; cách tiếp cận chủ yếu vẫn thiên về mô tả quy định hiện hành hoặc phân tích một số bất cập riêng lẻ, trong khi chưa làm rõ đầy đủ các xu hướng điều chỉnh mới của pháp luật về NYCP trong bối cảnh phát triển thị trường vốn hiện đại. Khoảng trống này đặt ra yêu cầu cần có một nghiên cứu mang tính hệ thống, chuyên sâu và cập nhật hơn nhằm đánh giá toàn diện pháp luật về NYCP ở Việt Nam trên cả phương diện cấu trúc quy phạm, hiệu quả thực thi và khả năng đáp ứng yêu cầu phát triển TTCK trong

giai đoạn mới.

Thứ tư, phần lớn các công trình đã công bố chưa làm rõ một cách đầy đủ hiện trạng, quy mô, cách tiếp cận và xu hướng nghiên cứu pháp luật về NYCP ở Việt Nam trong bối cảnh TTCK đang chuyển sang giai đoạn phát triển theo hướng minh bạch, bền vững và tiệm cận các chuẩn mực quốc tế. Một số vấn đề mới phát sinh từ thực tiễn chưa được nghiên cứu chuyên sâu, trong đó có thể kể đến như khả năng thiết kế cơ chế niêm yết linh hoạt hơn đối với một số nhóm doanh nghiệp đặc thù, nhất là doanh nghiệp đổi mới sáng tạo, nhưng vẫn bảo đảm yêu cầu kiểm soát rủi ro; nhu cầu phối hợp thủ tục chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng với thủ tục đăng ký niêm yết nhằm giảm chi phí tuân thủ cho doanh nghiệp; đánh giá toàn diện hậu quả pháp lý của hủy NYCP đối với doanh nghiệp, cổ đông và thị trường… Khoảng trống này cho thấy cần có một nghiên cứu tiếp cận pháp luật về NYCP như một chỉnh thể độc lập, gắn với yêu cầu hoàn thiện thể chế thị trường vốn ở Việt Nam hiện nay.

Tóm tại, trong bối cảnh nền kinh tế và thị trường tài chính - chứng khoán thế giới, khu vực đang trải qua nhiều biến động sâu rộng, từ quá trình hội nhập quốc tế, sự thay đổi trong chính sách quản lý, tác động của khủng hoảng kinh tế toàn cầu cho đến sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ số và công nghệ tài chính, việc khảo cứu toàn diện thực trạng pháp luật về NYCP càng trở nên cần thiết. Nội dung này không chỉ giúp nhận diện rõ những ưu điểm và hạn chế của hệ thống pháp luật hiện hành mà còn cho phép đánh giá khả năng thích ứng của pháp luật trước sự thay đổi nhanh chóng của thực tiễn thị trường, mô hình doanh nghiệp và yêu cầu bảo vệ NĐT. Chỉ trên cơ sở đó, luận án mới có thể đưa ra những nhận định xác đáng về mức độ hoàn thiện của pháp luật về NYCP, hiệu quả thực thi pháp luật trên thực tế và nhu cầu tiếp tục hoàn thiện pháp luật trong giai đoạn hiện nay. Nghiên cứu sâu thực trạng pháp luật hiện hành cũng đồng nghĩa với việc kiểm chứng khoảng cách giữa quy phạm pháp luật với hiệu quả thực thi trên thực tế, qua đó chỉ ra những rào cản lớn nhất đang ảnh hưởng đến tính minh bạch, công bằng và hiệu quả của hoạt động NYCP ở Việt Nam. Đây sẽ là nền tảng khoa học và thực tiễn để luận án đưa ra các kiến nghị, giải pháp phù hợp với đặc thù pháp luật Việt Nam, trình độ và quy mô của TTCK Việt Nam, đồng thời tiệm cận các chuẩn mực và thông lệ quốc tế trong lĩnh vực chứng khoán.

1.2.3. Những vấn đề liên quan đến đề tài luận án sẽ được tiếp tục kế thừa, nghiên cứu, phát triển trong luận án

Thông qua việc nghiên cứu đề tài *"Pháp luật về NYCP ở Việt Nam hiện nay"* ở cấp độ luận án tiến sĩ, trên cơ sở tiếp thu và kế thừa các kết quả nghiên cứu đã có, nghiên cứu sinh sẽ tiếp tục phát triển các nội dung sau:

Một là, tiếp tục làm rõ những vấn đề lý luận về NYCP và pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP. Đây là nhiệm vụ có ý nghĩa nền tảng, bởi việc phân tích sâu hơn các khía cạnh lý luận sẽ giúp xác định rõ vị trí, vai trò của pháp luật NYCP trong việc điều tiết thị trường, bảo đảm tính công khai, minh bạch và kiến tạo một môi trường đầu tư công

bằng, lành mạnh. Đồng thời, việc nghiên cứu, so sánh các mô hình pháp lý tiêu biểu đang được áp dụng tại những quốc gia có TTCK phát triển sẽ tạo cơ sở để đánh giá tính hợp lý, tính tương thích và mức độ tiệm cận thông lệ quốc tế của pháp luật Việt Nam hiện nay.

Hai là, phân tích và đánh giá thực trạng pháp luật về NYCP cũng như thực tiễn thực hiện các quy định pháp luật trong giai đoạn hiện nay. Mặc dù pháp luật về NYCP ở Việt Nam đã có những bước phát triển quan trọng với sự ra đời của LCK năm 2019, Luật số 56/2024/QH15 và các văn bản hướng dẫn thi hành, nhưng thực tiễn triển khai vẫn bộc lộ nhiều bất cập. Một số quy định chưa được áp dụng đồng bộ, chất lượng hàng hóa niêm yết còn chênh lệch, cơ chế bảo vệ NĐT chưa thực sự hiệu quả, làm suy giảm niềm tin của thị trường. Do vậy, việc khảo cứu toàn diện hiệu quả của hệ thống pháp luật hiện hành, đồng thời chỉ ra những khó khăn, thách thức trong thực tiễn thực thi là cơ sở quan trọng để xây dựng những kiến nghị cải cách phù hợp, khả thi và có giá trị áp dụng cao.

Ba là, trên cơ sở kế thừa và phát triển những thành tựu nghiên cứu trước đây, luận án sẽ đề xuất hệ thống giải pháp nhằm hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thực thi các quy định về NYCP tại Việt Nam trong thời gian tới. Các giải pháp sẽ tập trung vào việc hoàn thiện khung pháp lý theo hướng tăng cường minh bạch, nâng cao tiêu chuẩn và điều kiện niêm yết, củng cố cơ chế giám sát thị trường, tăng cường xử lý vi phạm, đồng thời ứng dụng công nghệ hiện đại trong quản lý, giám sát giao dịch và CBTT. Những kiến nghị này sẽ được xây dựng trên cơ sở nền tảng lý thuyết vững chắc, kinh nghiệm quốc tế, đồng thời bảo đảm tính khả thi, phù hợp với điều kiện kinh tế - xã hội và trình độ phát triển của TTCK Việt Nam.

2. Các lý thuyết nghiên cứu được vận dụng trong nghiên cứu đề tài luận án

2.1. Lý thuyết Đại diện (Agency Theory)

Trong thập niên 1970, cùng với sự phát triển của các CTCP, mối quan hệ giữa cổ đông (chủ sở hữu) và nhà quản lý (người điều hành) trở nên phức tạp hơn. Sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý dẫn đến nguy cơ nhà quản lý hành động vì lợi ích cá nhân thay vì lợi ích của cổ đông. Trong bối cảnh đó, Lý thuyết Đại diện ra đời nhằm phân tích và giải quyết xung đột lợi ích này và là một trong những nền tảng quan trọng trong lĩnh vực quản trị doanh nghiệp và tài chính, đặc biệt khi xem xét các vấn đề liên quan đến NYCP và pháp luật điều chỉnh hoạt động này. Vào năm 1973, Stephen A. Ross đã có những đóng góp quan trọng với công trình nghiên cứu *"The Economic Theory of Agency: The principal's problem"*[30], đặt nền tảng cho việc phân tích mối quan hệ đại diện. Sau đó, Lý thuyết Đại diện được phát triển bởi Michael C. Jensen và William H. Meckling trong bài viết *"Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and*

[30] Stephen A. Ross (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 2, May, 1973, pp. 134-139.

ownership structure" năm 1976[31]. Nghiên cứu này được coi là nền tảng cơ bản nhất khi đặt ra các khái niệm cơ bản về chi phí đại diện trong mối quan hệ giữa chủ sở hữu và nhà quản lý công ty.

Một cách khái quát, Lý thuyết Đại diện tập trung vào mối quan hệ giữa cổ đông - người ủy quyền (principal) và nhà quản lý - người đại diện (agent), trong đó cổ đông thuê nhà quản lý để thay mặt họ điều hành công ty. Tuy nhiên, do bất cân xứng thông tin và xung đột lợi ích, nhà quản lý có thể ra quyết định không phù hợp với mục tiêu của cổ đông, dẫn đến các xung đột liên quan đến vấn đề đại diện. Các học giả lập luận rằng có một xung đột lợi ích tự nhiên giữa cổ đông và nhà quản lý, dẫn đến chi phí đại diện phát sinh từ việc giám sát và kiểm soát các quyết định của nhà quản lý, đặc biệt là trong các CTĐC. Khi công ty NYCP trên TTCK, sự phân tán quyền sở hữu gia tăng khiến cho những vấn đề đại diện càng trở nên phức tạp hơn. Từ đó, có thể nhận thấy rằng, các quy định pháp luật về niêm yết cần làm tốt vai trò quan trọng của mình trong việc góp phần giảm thiểu chi phí đại diện, bảo vệ cổ đông và nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp[32].

Lý thuyết Đại diện là một trong những lý thuyết quan trọng để phân tích các vấn đề lý luận liên quan đến NYCP và pháp luật về NYCP; giúp hiểu rõ các vấn đề liên quan đến xung đột lợi ích, chi phí đại diện và vai trò của quy định pháp luật trong việc giám sát CTNY, cụ thể như sau:

Thứ nhất, vai trò của NYCP trong việc tăng cường sự giám sát từ thị trường và NĐT. Một trong những lợi ích quan trọng của việc niêm yết là tăng cường giám sát từ nhiều bên liên quan, đặc biệt là cổ đông và các tổ chức tài chính. Khi một công ty NYCP trên TTCK tập trung, tính minh bạch và trách nhiệm giải trình của ban lãnh đạo trở nên quan trọng hơn do sự giám sát từ cổ đông đại chúng, cơ quan quản lý và các tổ chức trung gian. Nhờ đó, NYCP giúp giảm thiểu rủi ro đạo đức (moral hazard) của nhà quản lý, buộc họ phải đưa ra các quyết định vì lợi ích của cổ đông thay vì lợi ích cá nhân[33].

Thứ hai, NYCP giống như một cơ chế tín hiệu. Lý thuyết Đại diện có liên quan chặt chẽ với Lý thuyết Tín hiệu khi phân tích động cơ NYCP. Theo đó, doanh nghiệp có thể sử dụng việc niêm yết như một "tín hiệu" để thu hút NĐT bằng cách cho thấy rằng họ có một mô hình quản trị minh bạch và hiệu quả. Các nghiên cứu chỉ ra rằng: Công ty có chất lượng quản trị tốt thường lựa chọn niêm yết trên thị trường uy tín hơn[34] và mức độ CBTT minh bạch có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp sau khi niêm yết[35].

---

[31] Michael C. Jensen & William H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, October 1976, pp. 305-360.

[32] Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1997), "A survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol LII, No.2, June 1997, pp. 737-783.

[33] Eugene F. Fama & Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control*", Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983.

[34] Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Rene M. Stulz (2004), "Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?", *Journal of Financial Economics*, 71 (2004), pp. 205-238.

[35] Hong Qian (2011), "Timing of Seasoned Equity Offerings: A Duration Analysis", *Managerial Finance*, Vol. 40 No. 6, pp. 565-586.

Điều này có nghĩa là nếu pháp luật niêm yết càng yêu cầu cao về CBTT và minh bạch tài chính thì TTCK sẽ càng hấp dẫn đối với NĐT.

Thứ ba, vai trò của pháp luật về NYCP trong việc giảm thiểu các xung đột lợi ích phát sinh trong CTĐT, bao gồm xung đột giữa cổ đông (chủ sở hữu) với nhà quản lý (người điều hành) và xung đột giữa cổ đông kiểm soát với cổ đông thiểu số. Một trong những nguyên nhân chủ yếu làm phát sinh chi phí đại diện trong CTĐC là tình trạng bất cân xứng thông tin và xung đột lợi ích giữa các nhóm chủ thể trong công ty. Trong bối cảnh đó, pháp luật về NYCP, thông qua các quy định về CBTT, QTCT và giám sát sau niêm yết, góp phần thiết lập cơ chế kiểm soát đối với hành vi của nhà quản lý, buộc họ phải cung cấp thông tin quan trọng một cách kịp thời, minh bạch và chịu sự giám sát thường xuyên từ cổ đông, thị trường và cơ quan quản lý. Đồng thời, các quy định về QTCT, giao dịch với người có liên quan, quyền của cổ đông và cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số sẽ có ý nghĩa quan trọng trong việc hạn chế khả năng cổ đông kiểm soát lạm dụng vị thế chi phối để trục lợi hoặc gây bất lợi cho các cổ đông còn lại. Ngoài ra, cơ chế xử lý vi phạm trong cấu trúc pháp luật về NYCP tạo ra sức răn đe cần thiết đối với các hành vi không tuân thủ, từ đó góp phần giảm thiểu rủi ro đại diện, bảo vệ NĐT và duy trì tính minh bạch, công bằng, toàn vẹn của TTCK.

2.2. Lý thuyết Tín hiệu (Signaling Theory)

Lý thuyết Tín hiệu được khởi xướng bởi nhà kinh tế học Michael Spence trong bài báo *"Job Market Signaling"* năm 1973[36]. Trong nghiên cứu này, Spence đã giới thiệu khái niệm "tín hiệu" trong thị trường lao động, nơi mà ứng viên sử dụng trình độ học vấn như một tín hiệu về năng lực của họ đối với nhà tuyển dụng. Như vậy, mặc dù Lý thuyết Tín hiệu ban đầu được phát triển để làm rõ sự không đối xứng về thông tin trong thị trường lao động nhưng sau đó nó đã được sử dụng để giải thích việc CBTT trong báo cáo của công ty. Stephen A. Ross (1977) lập luận rằng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp có thể đóng vai trò như một cơ chế tín hiệu, thông qua đó doanh nghiệp truyền đạt thông tin về chất lượng của mình đến thị trường, từ đó góp phần giảm thiểu tình trạng thông tin bất cân xứng[37]. Kết quả tích cực của vấn đề bất đối xứng thông tin là các công ty cố gắng cung cấp thông tin nhất định cho các NĐT để cho thấy rằng họ hoạt động và kinh doanh tốt hơn so với các công ty khác trên thị trường, với mục đích thu hút đầu tư và nâng cao danh tiếng[38]. Cũng với lập luận ấy, Spence (1973) đề xuất rằng các cá nhân hoặc tổ chức có thể sử dụng tín hiệu để truyền tải thông tin ẩn, giúp giảm thiểu bất cân xứng và cải thiện hiệu quả thị trường[39].

Lý thuyết Tín hiệu cung cấp một khung lý thuyết hữu ích để hiểu cách các công ty

---

[36] Michael Spence (1973), "Job Market Signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, August - 1973, pp. 355-374.
[37] Stephen A. Ross (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1 (Spring, 1977), pp. 23-40.
[38] Verrecchia, R. (1983), "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 179-194.
[39] Michael Spence (1973), Tlđd.

sử dụng việc NYCP và các hành vi liên quan như CBTT và quyết định chính sách cổ tức để truyền tải thông tin về chất lượng và triển vọng của mình đến NĐT, đặc biệt trong bối cảnh có sự bất cân xứng thông tin giữa các chủ thể. Do đó, nội dung của lý thuyết này sẽ được vận dụng trong luận án để làm rõ những khía cạnh sau đây:

Thứ nhất, đối với hoạt động NYCP. Dựa vào Lý thuyết Tín hiệu, có thể thấy rằng NYCP như một tín hiệu về chất lượng và uy tín của công ty, bởi lẽ việc đáp ứng các tiêu chuẩn niêm yết và chịu sự giám sát công khai cho thấy công ty có hoạt động minh bạch và tài chính lành mạnh. Từ đó, công ty và cổ phiếu của công ty có cơ hội thu hút sự quan tâm của NĐT và công chúng. Thêm vào đó, các CTNY thường phải tuân thủ các quy định nghiêm ngặt về CBTT tài chính, đảm bảo tính minh bạch và chi tiết. Đây được coi là tín hiệu tích cực về hiệu quả hoạt động và quản trị của công ty, giúp giảm thiểu tình trạng thông tin bất cân xứng giữa công ty và NĐT. Ngoài ra, quyết định chi trả cổ tức cũng có thể được sử dụng như một tín hiệu về triển vọng tài chính của công ty. Một công ty tăng cổ tức có thể gửi đi một tín hiệu về việc họ dự đoán lợi nhuận trong tương lai là khả quan, trong khi việc giảm cổ tức có thể được hiểu là dấu hiệu của khó khăn tài chính mà công ty đang phải đối mặt.

Thứ hai, đối với pháp luật về NYCP. Chất lượng của CPNY được chi phối bởi nhiều yếu tố, trong đó, yếu tố đầu tiên cần phải đề cập là hệ thống các tiêu chuẩn hoặc điều kiện niêm yết. Cơ quan quản lý TTCK và các SGDCK sẽ đặt ra các tiêu chuẩn niêm yết mà công ty phải đáp ứng để được niêm yết chứng khoán của mình trên thị trường tập trung. Việc đáp ứng các tiêu chuẩn này không chỉ là yêu cầu pháp lý mà còn chính là là tín hiệu về chất lượng và uy tín của công ty đối với NĐT. Khi được chấp thuận NYCP, công ty sẽ có nghĩa vụ tuân thủ hệ thống các quy định rất chặt chẽ và những yêu cầu cao, góp phần chuẩn hóa các tín hiệu mà công ty gửi đến thị trường nhằm đảm bảo rằng NĐT nhận được những thông tin đáng tin cậy để đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn. Thêm vào đó, một trong những bộ phận quan trọng của pháp luật về NYCP là hệ thống các chế tài đối với hành vi vi phạm quy định về NYCP. Các chế tài này được đặt ra nhằm duy trì tính toàn vẹn của các tín hiệu trên thị trường, bảo vệ quyền lợi của NĐT và đảm bảo sự ổn định của TTCK. Theo Doidge và cộng sự (2004), các TTCK có hệ thống chế tài mạnh mẽ thường thu hút nhiều doanh nghiệp chất lượng hơn, nhờ đó cải thiện môi trường đầu tư và giảm thiểu rủi ro đại diện[40].

2.3. Lý thuyết Thông tin bất cân xứng (Asymmetric Information Theory)

Lý thuyết Thông tin Bất cân xứng được giới thiệu lần đầu bởi nhà kinh tế học George A. Akerlof trong bài viết *"The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism"* năm 1970[41]. Trong nghiên cứu này, Akerlof phân tích thị trường xe hơi cũ và chỉ ra rằng sự chênh lệch thông tin giữa người bán và người mua về

[40] Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Rene M. Stulz (2004), Tlđd.
[41] George A. Akerlof (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500.

chất lượng xe dẫn đến hiện tượng "lựa chọn bất lợi" (adverse selection), nơi mà sản phẩm chất lượng kém chiếm ưu thế trên thị trường. Sau đó, Michael Spence (1973)[42] và Joseph E. Stiglitz (1975)[43] đã mở rộng và hoàn thiện lý thuyết này. Spence giới thiệu khái niệm "phát tín hiệu" (signaling), trong đó các cá nhân hoặc doanh nghiệp sử dụng các hành động hoặc đặc điểm dễ quan sát để truyền đạt thông tin ẩn về chất lượng hoặc khả năng của họ. Stiglitz đề xuất "cơ chế sàng lọc" (screening), nghĩa là bên ít thông tin hơn thiết kế các cơ chế để khuyến khích bên có nhiều thông tin tiết lộ thông tin của họ. Những đóng góp này đã giúp Akerlof, Spence và Stiglitz được trao giải Nobel Kinh tế năm 2001[44].

Lý thuyết Thông tin Bất cân xứng tập trung vào tình huống một bên trong giao dịch có nhiều thông tin hơn bên kia, dẫn đến sự phân bổ nguồn lực không hiệu quả và làm giảm tính minh bạch của thị trường. Lý thuyết này chủ yếu dựa trên hai vấn đề cơ bản: Lựa chọn bất lợi và Rủi ro đạo đức. Lựa chọn bất lợi xảy ra khi bên có ít thông tin hơn không thể đánh giá chính xác chất lượng của sản phẩm hoặc dịch vụ trước khi giao dịch diễn ra, dẫn đến quyết định sai lầm. Trong thị trường tài chính, điều này có thể khiến các NĐT tránh xa những khoản đầu tư mà họ cho là rủi ro, ngay cả khi một số công ty thực sự có tiềm năng phát triển. Rủi ro đạo đức phát sinh sau khi giao dịch đã diễn ra, khi bên có thông tin nhiều hơn có thể hành động theo cách không có lợi cho bên kia do thiếu giám sát hoặc quy định ràng buộc. Đặt trong bối cảnh tài chính, điều này có thể xuất hiện khi các nhà quản lý doanh nghiệp đưa ra các quyết định mang tính rủi ro cao hơn vì họ không phải chịu toàn bộ hậu quả từ những quyết định đó.

Lý thuyết Thông tin Bất cân xứng cung cấp một nền tảng quan trọng để hiểu rõ về sự bất đối xứng thông tin trên TTCK và cách thức các quy định pháp luật có thể giảm thiểu rủi ro từ hiện tượng này. Luận án sẽ vận dụng nội dung của lý thuyết này để làm rõ những khía cạnh sau đây:

Thứ nhất, đối với hoạt động NYCP. Thông tin bất cân xứng là một vấn đề cốt lõi của TTCK, đặc biệt là trong hoạt động NYCP. Khi một doanh nghiệp phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) hoặc NYCP, các NĐT rất khó để có đầy đủ thông tin cần thiết và toàn diện nhằm đánh giá chính xác chất lượng của doanh nghiệp, trong khi ban lãnh đạo doanh nghiệp hoàn toàn chủ động trong việc năm bắt và sử dụng các thông tin về tình hình tài chính và chiến lược hoạt động của công ty. Điều này dẫn đến hiện tượng "lựa chọn bất lợi" mà George A. Akerlof (1970) đã đề cập và vấn đề rủi ro đạo đức sau khi niêm yết. Cụ thể, các công ty có chất lượng thấp hơn có thể tận dụng sự thiếu minh bạch thông tin để NYCP với giá cao, trong khi các công ty có chất lượng và uy tín có

[42] Michael Spence (1973), Tlđd.
[43] Stiglitz, J. E. (1975), "The Theory of "Screening", Education, and the Distribution of Income", *The American Economic Review*, 65(3), pp. 283-300.
[44] Tuấn Lê (2013), *"Giải Nobel kinh tế 2001: Thông tin không đối xứng – George A. Akerlof, A. Michael Spence & Joseph E. Stiglitz"*, nguồn: https://tuanvanle.wordpress.com/2013/08/07/giai-nobel-kinh-te-2001/, truy cập ngày 15/3/2025.

thể lo ngại rằng thị trường không thể phân biệt được họ với các công ty kém chất lượng, dẫn đến việc bị định giá thấp[45]. Điều này có thể làm giảm động lực của các công ty thực sự chất lượng tham gia TTCK. Đồng thời, sau khi công ty đã niêm yết, ban lãnh đạo có thể sẽ thực hiện các quyết định tài chính và quản trị không có lợi cho cổ đông thiểu số, chẳng hạn như che giấu thông tin tài chính tiêu cực hoặc tham gia vào các giao dịch nội gián. Do vậy, việc giảm thiểu thông tin bất cân xứng thông qua hoạt động CBTT là điều cần thiết để tạo niềm tin cho NĐT và nâng cao hiệu quả của TTCK.

Thứ hai, đối với pháp luật về NYCP. Hệ thống pháp luật về NYCP đóng vai trò quan trọng trong việc kiểm soát thông tin bất cân xứng, đảm bảo quyền lợi của NĐT và thúc đẩy tính minh bạch của thị trường. Lý thuyết Thông tin Bất cân xứng giải thích tại sao TTCK cần có các cơ chế pháp lý chặt chẽ để kiểm soát rủi ro từ sự chênh lệch thông tin giữa DNNY và NĐT. Lý thuyết này cũng giúp định hình những nội dung và tiêu chuẩn của pháp luật tác động đến hoạt động NYCP, tiêu biểu như: quy định về điều kiện niêm yết, quy định về CBTT, quy định về bảo vệ quyền lợi NĐT và quy định về xử lý vi phạm… Bằng cách nghiên cứu và điều chỉnh khung pháp lý phù hợp với thực tiễn thị trường, các nhà hoạch định chính sách có thể ban hành các quy định pháp luật không chỉ giúp giảm thiểu lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức mà còn đóng vai trò quan trọng trong việc nâng cao chất lượng cổ phiếu và thúc đẩy sự phát triển bền vững của thị trường.

2.4. Lý thuyết Bảo vệ nhà đầu tư (Investor Protection Theory)

Lý thuyết Bảo vệ NĐT được khởi xướng và phát triển bởi một nhóm các học giả kinh tế và tài chính, trong đó nổi bật nhất là Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer và Robert Vishny (2000). Những nghiên cứu của họ đã đặt nền tảng cho việc hiểu rõ tầm quan trọng của bảo vệ NĐT trong QTCT và sự phát triển của thị trường tài chính. Lý thuyết Bảo vệ NĐT ra đời trong bối cảnh các nhà nghiên cứu tìm cách giải thích sự khác biệt về phát triển tài chính và cấu trúc sở hữu doanh nghiệp giữa các quốc gia. Trước đó, các lý thuyết truyền thống tập trung vào sự khác biệt giữa hệ thống tài chính dựa trên ngân hàng và thị trường. Tuy nhiên, các học giả như La Porta và cộng sự đã đề xuất rằng sự khác biệt về pháp luật và mức độ bảo vệ NĐT mới là yếu tố quyết định chính[46].

Lý thuyết Bảo vệ NĐT nhấn mạnh tầm quan trọng của việc bảo vệ quyền lợi của cổ đông và chủ nợ khỏi sự chiếm đoạt bởi các nhà quản lý hoặc cổ đông kiểm soát. Các quyền này bao gồm quyền nhận cổ tức, quyền biểu quyết, quyền tham gia vào các cuộc họp cổ đông và quyền khởi kiện khi bị xâm phạm lợi ích. Lý thuyết giúp khẳng định rằng sự phát triển của thị trường tài chính và tính hiệu quả của quản trị doanh nghiệp phụ thuộc vào mức độ bảo vệ NĐT được pháp luật quy định và mức độ hiệu quả trong thực thi. Điều này có ý nghĩa quan trọng đối với các quy định về NYCP bởi lẽ việc nâng

[45] George A. Akerlof (1970), Tlđd.
[46] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (2000), Tlđd.

cao tiêu chuẩn pháp lý trong lĩnh vực này sẽ giúp tăng cường niềm tin của NĐT và thúc đẩy sự phát triển của thị trường.

Lý thuyết Bảo vệ NĐT cung cấp một khung lý thuyết quan trọng để hiểu rõ vai trò của pháp luật trong việc bảo vệ quyền lợi của NĐT đặt trong những quan hệ phát sinh từ hoạt động NYCP cũng như để đánh giá mức độ hiệu quả của hệ thống pháp luật ở lĩnh vực này. Luận án sẽ vận dụng lý thuyết này để giải quyết những vấn đề cơ bản sau đây:

Thứ nhất, đối với hoạt động NYCP. Bảo vệ NĐT là yếu tố quyết định sự phát triển của TTCK. Chính vì thế, hoạt động NYCP cần chú trọng đến những khía cạnh: Nâng cao tiêu chuẩn niêm yết nhằm giảm thiểu rủi ro chiếm đoạt lợi ích của cổ đông nhỏ; ràng buộc nghĩa vụ CBTT nhằm hạn chế tình trạng bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và NĐT; xác định cấu trúc sở hữu và thiết lập hệ thống kiểm soát trong CTNY.

Thứ hai, đối với pháp luật về NYCP. Hệ thống các quy định của pháp luật và hiệu quả thực thi đóng vai trò trung tâm nhằm bảo vệ quyền lợi của NĐT trên thị trường. Lý thuyết Bảo vệ NĐT cho rằng các quy định pháp lý mạnh mẽ giúp bảo vệ quyền lợi của cổ đông nhỏ, giảm thiểu rủi ro chiếm đoạt tài sản bởi cổ đông kiểm soát hoặc ban quản lý và cải thiện tính thanh khoản của TTCK[47]. Các quốc gia có hệ thống pháp luật bảo vệ NĐT mạnh mẽ thường có các quy định niêm yết chặt chẽ hơn, yêu cầu doanh nghiệp CBTT minh bạch hơn và chịu sự giám sát chặt chẽ của cơ quan quản lý chứng khoán[48]. Ngược lại, ở những thị trường có mức độ bảo vệ NĐT thấp, việc lạm dụng quyền kiểm soát của cổ đông lớn và thông tin bất cân xứng cao có thể làm giảm niềm tin của NĐT, cản trở sự phát triển của thị trường vốn[49]. Như vậy, Lý thuyết Bảo vệ NĐT đưa ra những định hướng giúp đánh giá mức độ công nhận quyền của NĐT và quan trọng hơn là cơ chế thực thi, bảo vệ quyền lợi NĐT của pháp luật trong bối cạnh có nhiều yếu tố tác động phức tạp như sự khác biệt giữa các hệ thống pháp luật, trình độ phát triển của TTCK, bối cảnh hội nhập quốc tế…

2.5. Lý thuyết Điều tiết (Regulatory Theory)

Lý thuyết Điều tiết là một xu hướng nghiên cứu quan trọng có tính chất liên ngành giữa kinh tế học và luật học, tập trung vào cách thức và lý do mà các chính phủ thiết lập các quy định để kiểm soát hoạt động của thị trường và doanh nghiệp. Lý thuyết này xuất hiện trong bối cảnh các chính phủ nhận thấy sự cần thiết phải can thiệp vào thị trường để bảo vệ lợi ích công cộng và đảm bảo sự công bằng cho các chủ thể. Đặc biệt, trong các lĩnh vực như tài chính và chứng khoán, sự can thiệp này nhằm ngăn chặn các hành vi gian lận, bảo vệ NĐT và duy trì sự ổn định của thị trường. Lý thuyết Điều tiết không được phát triển bởi một học giả duy nhất mà là kết quả của sự đóng góp từ nhiều nhà nghiên cứu trong lĩnh vực pháp luật, kinh tế và khoa học chính trị. Một trong những học

---

[47] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (2000), Tlđd

[48] Shleifer, Andrei, Simeon Djankov, Rafael LaPorta, and Florencio Lopez-de-Silanes (2008) "The Law and Economics of Self-Dealing", *Journal of Financial Economics*, 88 (3), pp. 430-465.

[49] Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1997), Tlđd.

giả tiên phong trong lĩnh vực này là Matthew D. Adler, người đã có những đóng góp quan trọng trong việc phân tích và phát triển Lý thuyết Điều tiết. Trong chương *"Regulatory Theory"* của cuốn sách *"A Companion to Philosophy of Law and Legal Theory"*[50], Adler đã phân tích sâu sắc về khái niệm và ứng dụng của lý thuyết này trong pháp luật.

Lý thuyết Điều tiết tập trung vào việc phân tích lý do và cách thức mà các cơ quan nhà nước thiết lập các quy tắc và quy định để kiểm soát hoạt động kinh tế và bảo vệ lợi ích công cộng; khám phá động cơ đằng sau sự can thiệp của Nhà nước - thường được cho là xuất phát từ nhu cầu khắc phục thất bại thị trường. Bên cạnh đó, lý thuyết này cung cấp một khung phân tích để hiểu rõ vai trò của Nhà nước trong việc định hình môi trường pháp lý và kinh tế, đồng thời, xem xét cách các quy định được thiết kế để đạt được sự cân bằng giữa hiệu quả kinh tế và công bằng xã hội cũng như đánh giá tác động của chúng đến hành vi của các chủ thể kinh tế.

Đồng thời, Lý thuyết Điều tiết cũng đóng vai trò quan trọng giúp lý giải chức năng của pháp luật trong việc điều chỉnh hoạt động NYCP, đảm bảo sự minh bạch và bảo vệ lợi ích của các bên liên quan trong TTCK. Cụ thể, lý thuyết này giúp giải thích tại sao các quy định về niêm yết được thiết lập và cách chúng ảnh hưởng đến TTCK. Ngoài ra, lý thuyết quy định cũng xem xét cách thức mà các cơ quan quản lý thực thi các quy định và phản ứng của các doanh nghiệp đối với những quy định đó. Nghiên cứu của Geeyoung Min và Kwon-Yong Jin (2021) về việc thực thi các quy tắc của sàn giao dịch chứng khoán đã cho thấy rằng, mặc dù việc thực thi có thể không nghiêm ngặt nhưng các công ty vẫn tuân thủ chặt chẽ để duy trì uy tín và niềm tin của NĐT[51].

3. Câu hỏi nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Câu hỏi nghiên cứu chung của luận án là: Hiện nay, các quy định pháp luật Việt Nam về NYCP đã đáp ứng được yêu cầu nâng cao chất lượng CPNY, bảo vệ NĐT, bảo đảm tính minh bạch, công bằng và phát triển bền vững của TTCK hay chưa?

Để giải quyết được câu hỏi nghiên cứu này, luận án đặt ra những câu hỏi nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu cụ thể như sau:

Câu hỏi nghiên cứu 1: Bản chất của NYCP là gì và NYCP có vai trò như thế nào đối với doanh nghiệp, NĐT và sự phát triển của TTCK?

Giả thuyết nghiên cứu: NYCP là quá trình cổ phiếu của CTĐC được chấp thuận đưa vào giao dịch tập trung trên SGDCK sau khi đáp ứng các điều kiện luật định, qua đó xác lập địa vị pháp lý đặc thù của tổ chức niêm yết và làm phát sinh hệ thống quyền, nghĩa vụ pháp lý gắn với yêu cầu minh bạch thông tin, QTCT và bảo vệ NĐT. Từ nội

---

[50] Matthew D. Adler (2009), "Regulatory Theory", In D. Patterson (Ed.), *A Companion to Philosophy of Law and Legal Theory* (2nd ed., pp. 590–606), Cambridge University Press.

[51] Geeyoung Min, Kwon-Yong Jin (2021), "Relational Enforcement of Stock Exchange Rules", *BYU Law Review*, Volume 47, Issue 1, pp. 149-218, https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3338&context=lawreview, truy cập ngày 15/3/2025.

hàm này, có thể thấy NYCP không chỉ là một thủ tục kỹ thuật để đưa cổ phiếu vào giao dịch trên thị trường tập trung mà còn là cơ chế pháp lý quan trọng nhằm hỗ trợ doanh nghiệp huy động vốn, mở rộng khả năng tiếp cận nguồn lực tài chính, tạo điều kiện cho NĐT tiếp cận hàng hóa đầu tư có tiêu chuẩn và thông tin công khai, đồng thời góp phần nâng cao tính minh bạch, thanh khoản, hiệu quả phân bổ vốn và sự phát triển bền vững của TTCK.

Câu hỏi nghiên cứu 2: Pháp luật về NYCP có cấu trúc nội dung như thế nào, chịu sự tác động bởi những yếu tố nào và cần được đánh giá theo những tiêu chí gì trong bối cảnh hiện nay?

Giả thuyết nghiên cứu: Pháp luật về NYCP là tổng thể các quy phạm pháp luật điều chỉnh các quan hệ xã hội phát sinh trong quá trình đưa cổ phiếu của CTĐC vào giao dịch tập trung trên SGDCK, cũng như các quan hệ xã hội phát sinh trong quá trình DNNY duy trì tư cách niêm yết và cho đến khi chấm dứt tư cách niêm yết. Cấu trúc nội dung của pháp luật về NYCP bao gồm các nhóm quy phạm pháp luật về: chủ thể tham gia NYCP, điều kiện NYCP; trình tự, thủ tục NYCP; quyền và nghĩa vụ của tổ chức niêm yết; quản lý NYCP. Pháp luật về NYCP chịu sự tác động của nhiều yếu tố khác nhau, do đó cần được đánh giá thông qua nhiều tiêu chí nhằm phản ánh đúng chất lượng nội tại của hệ thống quy phạm pháp luật và hiệu quả điều chỉnh trong thực tiễn.

Câu hỏi nghiên cứu 3: Pháp luật Việt Nam hiện hành đang điều chỉnh hoạt động NYCP như thế nào; các quy định này đã đáp ứng đến đâu yêu cầu điều chỉnh hoạt động NYCP và còn bộc lộ những hạn chế, bất cập gì?

Giả thuyết nghiên cứu: Pháp luật về NYCP tại Việt Nam hiện nay bao gồm một hệ thống quy định tương đối đầy đủ, được thiết lập dựa trên các nguyên tắc thống nhất và có xu hướng tiệm cận dần với các thông lệ, chuẩn mực quốc tế. Tuy nhiên, trước yêu cầu nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết, bảo vệ NĐT, tăng cường minh bạch và phát triển TTCK theo hướng hiện đại, pháp luật hiện hành vẫn còn tồn tại một số hạn chế, bất cập về tính thống nhất, tính khả thi, mức độ chặt chẽ của điều kiện niêm yết, đặc biệt là cơ chế hậu kiểm và hiệu quả của các biện pháp giám sát, xử lý vi phạm.

Câu hỏi nghiên cứu 4: Thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam như thế nào? Những thành tựu đã đạt được, những hạn chế còn tồn tại và nguyên nhân?

Giả thuyết nghiên cứu: Thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam đã đạt được những kết quả nhất định, góp phần mở rộng quy mô TTCK, tăng số lượng DNNY, nâng cao tính công khai, minh bạch của hoạt động huy động vốn và từng bước hình thành kỷ luật niêm yết trên thị trường. Tuy nhiên, quá trình thực hiện pháp luật vẫn bộc lộ nhiều hạn chế như chất lượng CPNY chưa đồng đều; tình trạng vi phạm nghĩa vụ công bố thông tin, QTCT và duy trì điều kiện niêm yết còn diễn ra phổ biến; cơ chế giám sát, phát hiện và xử lý vi phạm chưa thực sự tạo được hiệu quả răn đe đầy đủ. Những hạn chế này xuất phát từ cả năng lực thực thi của chủ thể quản lý, chất lượng tuân thủ của tổ chức niêm yết và mức độ phát triển chưa đồng bộ của TTCK Việt Nam.

Câu hỏi nghiên cứu 5: Cần áp dụng những giải pháp nào để hoàn thiện pháp luật về NYCP và nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam trong bối cảnh hiện nay?

Giả thuyết nghiên cứu: Trên cơ sở nhận diện những hạn chế, bất cập của pháp luật hiện hành và thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam, việc hoàn thiện pháp luật trong lĩnh vực này cần hướng tới thiết lập điểm cân bằng giữa yêu cầu phát triển thị trường và yêu cầu kiểm soát chất lượng hàng hóa niêm yết. Pháp luật Việt Nam không nên siết chặt điều kiện niêm yết một cách cơ học, cũng không nên nới lỏng tiêu chuẩn để mở rộng thị trường bằng mọi giá mà cần chuyển từ tư duy kiểm soát đầu vào đơn thuần sang mô hình sàng lọc hợp lý, phân tầng linh hoạt và hậu kiểm hiệu quả. Theo đó, các giải pháp hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thực thi pháp luật về NYCP cần tập trung vào việc đồng bộ hóa quy định pháp luật, hoàn thiện tiêu chuẩn niêm yết theo mức độ rủi ro và đặc điểm thị trường, nâng cao nghĩa vụ CBTT và QTCT, tăng cường giám sát, xử lý vi phạm và ứng dụng công nghệ trong quản lý thị trường, qua đó vừa tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận thị trường vốn, vừa bảo vệ NĐT và củng cố tính minh bạch, kỷ luật của TTCK.

PHẦN THỨ HAI
CHƯƠNG 1.
NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU VÀ PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU

1.1. Những vấn đề lý luận về niêm yết cổ phiếu

1.1.1. Định nghĩa và đặc điểm của cổ phiếu

Trong tiến trình phát triển của kinh tế thị trường và hệ thống doanh nghiệp, cổ phiếu đã trở thành một công cụ kinh tế - pháp lý quan trọng trong việc huy động vốn và đầu tư tài chính. Khái niệm cổ phiếu có thể được tiếp cận từ nhiều góc độ khác nhau, phản ánh tính chất đa chiều của loại tài sản này.

Một cách khái quát, cổ phiếu được hiểu là chứng chỉ do CTCP phát hành nhằm xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với một phần vốn điều lệ của công ty, qua đó ghi nhận và bảo đảm các quyền và lợi ích hợp pháp của cổ đông. CTCP là loại hình doanh nghiệp đối vốn điển hình, được đặc trưng bởi chế độ trách nhiệm hữu hạn của các cổ đông và khả năng tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Xuất phát từ chính đặc trưng này, CTCP được phát hành cổ phiếu[52], tạo điều kiện cho việc huy động vốn từ nhiều chủ thể khác nhau. Như vậy, sự xuất hiện của cổ phiếu vừa phản ánh quan hệ góp vốn, vừa cho phép chuyển nhượng quyền sở hữu một cách linh hoạt. Cổ phiếu không chỉ là kết quả tất yếu của sự hình thành CTCP mà còn là sản phẩm đặc trưng gắn liền với sự tồn tại và phát triển của loại hình doanh nghiệp này, qua đó tạo cơ sở để phân biệt CTCP với các loại hình doanh nghiệp khác trong nền kinh tế thị trường. Đồng thời, đây cũng chính là nền tảng cho việc hình thành TTCK - nơi các cổ phiếu được phát hành và tiếp tục được giao dịch trên thị trường tập trung và phi tập trung. Như vậy, cổ phiếu là chứng chỉ chứng minh việc góp vốn của cổ đông, do CTCP phát hành để xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với CTCP.

Cũng với hướng tiếp cận này, theo tác giả Lê Thị Thu Thủy (2017), *"giữa CTCP và TTCK có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Vào thời kỳ đầu phát triển của TTCK, nếu không có CTCP thì TTCK thiếu phần lớn hàng hóa để giao dịch. Ngược lại, không có TTCK thì CTCP khó có thể phát triển toàn diện và hiệu quả. Khi một CTCP gọi vốn, số vốn đó được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần. Người mua cổ phần gọi là cổ đông của công ty, được cấp giấy chứng nhận phần vốn góp"*[53].

Một nghiên cứu của Timothy và cộng sự (2001) định nghĩa *"cổ phiếu là một loại tài sản tài chính, đại diện cho một phần sở hữu của cổ đông đối với một công ty cụ thể. Người ta có thể mua hoặc bán cổ phiếu trên TTCK để đầu tư và kiếm lợi nhuận và nó được xem như một loại tài sản tài chính có thể giao dịch thông qua ứng dụng giao dịch cổ phiếu"*[54]. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng giá cổ phiếu là giá trị của một cổ phiếu trên

---

[52] Phạm Thị Giang Thu (1997), "Cơ sở pháp lý cho việc CTCP phát hành cổ phiếu", *Tạp chí Luật học*, Số 5, 1997-10-01, Tr. 32-34. (Tr.32).
[53] Lê Thị Thu Thủy - Chủ biên (2017), *Giáo trình pháp luật về TTCK*, Nxb. Đại học Quốc gia Hà Nội, Tr. 32.
[54] Timothy Orr Knight (2001), *Stock trading application program.*

TTCK tại một thời điểm nhất định. Trong nghiên cứu này, giá cổ phiếu có thể được xem xét để đánh giá hiệu suất của ứng dụng giao dịch cổ phiếu, khả năng cung cầu trên thị trường và các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến việc giao dịch cổ phiếu thông qua ứng dụng này.

Xét ở góc độ kinh tế, cổ phiếu đóng vai trò quan trọng đối với hệ thống tài chính. Theo Daniel L. Greenwald và cộng sự (2014), *"cổ phiếu không chỉ đơn thuần là một công cụ tài chính mà còn có vai trò quan trọng trong điều tiết nền kinh tế, phản ánh kỳ vọng của NĐT và chịu ảnh hưởng từ nhiều yếu tố kinh tế vĩ mô. Do đó, thị trường cổ phiếu có thể là một chỉ báo quan trọng về tình hình kinh tế và đóng vai trò trung gian trong chu kỳ kinh tế, từ đó tác động đến quyết định của cả NĐT và các nhà hoạch định chính sách"*[55].

Về phương diện lý thuyết, cổ phiếu có những đặc trưng về khía cạnh kinh tế như sau:

Thứ nhất, cổ phiếu là công cụ huy động vốn và phân bổ tài sản. Khi một CTCP phát hành cổ phiếu ra công chúng, họ có thể thu hút vốn từ các NĐT mà không phải gánh chịu áp lực trả nợ như khi vay vốn từ ngân hàng. Đồng thời, thông qua quá trình giao dịch trên TTCK, cổ phiếu cho phép vốn được chuyển dịch từ những lĩnh vực kém hiệu quả sang các ngành công nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao hơn, giúp tối ưu hóa việc phân bổ tài sản trong nền kinh tế.

Thứ hai, cổ phiếu phản ánh kỳ vọng của NĐT về hiệu suất kinh tế trong tương lai. Giá cổ phiếu thường được xác định dựa trên các yếu tố nền tảng, cốt lõi như doanh thu, lợi nhuận, chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp cũng như các biến động của nền kinh tế vĩ mô và đặc biệt là dựa trên mối quan hệ cung - cầu cổ phiếu trên thị trường. Kỳ vọng của NĐT sẽ được phản ánh qua xu hướng hành vi mua vào - bán ra của NĐT, từ đó tác động đến giá cổ phiếu. Vì vậy, diễn biến của TTCK có thể được xem như một chỉ báo quan trọng về xu hướng kinh tế giúp các nhà hoạch định chính sách và doanh nghiệp có cơ sở để điều chỉnh chiến lược phát triển.

Thứ ba, giá cổ phiếu chịu tác động mạnh từ các biến động kinh tế và tâm lý NĐT. Giá cổ phiếu phản ứng rất nhạy bén với các yếu tố vĩ mô như lạm phát, lãi suất, tỷ giá và năng suất sản xuất bởi kỳ vọng về lợi nhuận doanh nghiệp sẽ thay đổi khi những yếu tố này biến động, kéo theo sự điều chỉnh trong định giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, tâm lý NĐT cũng là động lực quan trọng chi phối thị trường, thể hiện qua các hành vi ứng xử theo bầy đàn, đầu cơ hoặc phản ứng thái quá trước thông tin bất lợi. Những phản ứng này có thể tạo ra các làn sóng tăng giá hoặc sụt giảm mang tính dây chuyền, thậm chí hình thành bong bóng tài sản hoặc khủng hoảng niềm tin. Vì vậy, thị trường cổ phiếu được xem là kênh truyền dẫn kỳ vọng và cảm xúc, góp phần định hình chu kỳ biến động của thị trường tài chính.

Thứ tư, sự biến động của TTCK có mối quan hệ mật thiết với các chu kỳ kinh tế,

[55] Daniel L. Greenwald, Martin Lettau, Sydney C. Ludvigson (2014), "The Origins of Stock Market Fluctuations", *National Bureau of Economic Research,* 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 January 2014.

trong đó các giai đoạn tăng trưởng và suy thoái của nền kinh tế thường được phản ánh rõ rệt qua diễn biến giá cổ phiếu. Khi nền kinh tế bước vào giai đoạn tăng trưởng, lợi nhuận doanh nghiệp tăng cao, dòng vốn đầu tư đổ mạnh vào TTCK, đẩy giá cổ phiếu lên mức cao hơn. Ngược lại, khi nền kinh tế suy thoái, thu nhập doanh nghiệp suy giảm, niềm tin NĐT bị lung lay, dẫn đến tình trạng bán tháo cổ phiếu và suy giảm giá trị thị trường.

Xét ở góc độ pháp lý, cổ phiếu không chỉ đơn thuần là một loại chứng khoán mà còn là phương tiện pháp lý ghi nhận sự tồn tại của cổ phần và xác lập quyền của cổ đông trong CTCP. Nếu cổ phần phản ánh phần vốn điều lệ được chia nhỏ và là cơ sở xác lập quyền sở hữu của cổ đông đối với CTCP thì cổ phiếu là phương tiện pháp lý ghi nhận, chứng minh và chuyển tải quyền sở hữu đó trong các quan hệ pháp luật cụ thể. Nói cách khác, cổ phiếu chính là biểu hiện pháp lý của cổ phần mà thông qua đó, tư cách cổ đông, tỷ lệ sở hữu, quyền và nghĩa vụ của cổ đông đối với CTCP được xác lập và thực hiện. Chính vì vậy, tính pháp lý của cổ phiếu thể hiện ở vai trò của nó trong việc xác lập, bảo vệ và điều chỉnh các quan hệ sở hữu, quan hệ quản trị và quan hệ lợi ích trong CTCP, đồng thời phản ánh sự giao thoa giữa pháp luật doanh nghiệp và pháp luật về TTCK.

Các đặc điểm pháp lý của cổ phiếu được thể hiện ở những khía cạnh sau đây:

Thứ nhất, cổ phiếu là công cụ pháp lý xác lập và bảo đảm quyền sở hữu của cổ đông đối với CTCP. Việc nắm giữ cổ phiếu không chỉ giúp xác định tư cách chủ sở hữu của cổ đông đối với một phần giá trị CTCP mà còn thiết lập cho cổ đông các quyền tài sản và quyền quản trị được pháp luật bảo vệ như quyền nhận cổ tức, quyền biểu quyết và quyền tiếp cận thông tin. Vì vậy, cổ phiếu trở thành căn cứ pháp lý quan trọng trong việc giải quyết tranh chấp, phân định quyền sở hữu và nghĩa vụ tài chính trong quan hệ nội bộ của công ty cũng như giữa công ty với cổ đông và bên thứ ba.

Thứ hai, cổ phiếu là bằng chứng pháp lý góp phần xác định phạm vi trách nhiệm tài sản của cổ đông đối với các khoản nợ và nghĩa vụ tài sản khác của CTCP. Một trong những nguyên lý cơ bản của CTCP là chế độ trách nhiệm hữu hạn của cổ đông, theo đó, cổ đông chỉ chịu trách nhiệm đối với các nghĩa vụ tài sản của công ty trong giới hạn phần vốn đã góp vào công ty. Cơ chế này khiến cổ phiếu trở thành một bằng chứng pháp lý xác định phạm vi trách nhiệm hữu hạn của NĐT trong khi vẫn tạo điều kiện huy động vốn từ công chúng cho doanh nghiệp mà không làm gia tăng rủi ro pháp lý cá nhân. Đây là yếu tố cốt lõi làm nên tính hấp dẫn và phổ biến của mô hình CTCP hiện đại đối với các NĐT trong nền kinh tế thị trường.

Thứ ba, cổ phiếu là một loại tài sản, là đối tượng của các giao dịch dân sự chịu sự điều chỉnh chặt chẽ của pháp luật. Mọi giao dịch cổ phiếu, đặc biệt là giao dịch trên TTCK tập trung, đều phải tuân thủ các nguyên tắc công khai, minh bạch và không làm ảnh hưởng đến quyền lợi của các bên liên quan. Bên cạnh đó, việc chuyển nhượng cổ phiếu phải được ghi nhận trong sổ đăng ký cổ đông, từ đó làm phát sinh, thay đổi hoặc chấm dứt tư cách cổ đông bởi đây là loại quan hệ pháp luật quan trọng trong tổ chức và

hoạt động của CTCP.

Thứ tư, cổ phiếu là công cụ pháp lý trong quản trị doanh nghiệp và thực thi quyền cổ đông đối với CTCP. Cổ phiếu là cơ sở pháp lý để cổ đông thực hiện quyền biểu quyết, ứng cử, bầu cử và giám sát hoạt động của công ty. Các quyền này được quy định cụ thể trong Luật Doanh nghiệp, điều lệ công ty và hệ thống pháp luật chứng khoán nhằm bảo đảm sự minh bạch và công bằng trong QTCT. Qua đó, cổ phiếu trở thành kênh thể chế hóa quyền cổ đông, đặc biệt đối với các cổ đông là NĐT nhỏ lẻ trong cấu trúc sở hữu phân tán.

Thứ năm, cổ phiếu là đối tượng trung tâm trong cơ chế điều tiết của Nhà nước đối với TTCK. Các hoạt động phát hành, niêm yết, giao dịch, CBTT liên quan đến cổ phiếu đều được đặt dưới sự giám sát chặt chẽ của các cơ quan quản lý hoặc các tổ chức có thẩm quyền nhằm bảo đảm tính minh bạch và công bằng trên thị trường. Như vậy, Nhà nước sử dụng pháp luật điều chỉnh các quan hệ liên quan đến cổ phiếu để định hướng hành vi của các chủ thể tham gia thị trường và bảo vệ quyền lợi NĐT trong không gian kinh tế thị trường có kiểm soát.

Từ những phân tích trên đây, có thể đưa ra định nghĩa về cổ phiếu như sau:

Cổ phiếu là chứng khoán vốn do CTCP phát hành theo trình tự luật định nhằm xác nhận quyền sở hữu và lợi ích hợp pháp của cổ đông đối với CTCP, là tài sản tài chính có thể giao dịch trên TTCK, phản ánh giá trị và tiềm năng của doanh nghiệp tại từng thời điểm cụ thể.

1.1.2. Định nghĩa và đặc điểm của niêm yết cổ phiếu

Lịch sử của hoạt động NYCP trên thế giới là một quá trình kể từ những giao dịch sơ khai đầu tiên cho đến các hệ thống giao dịch hiện đại mang tính công nghệ hóa, toàn cầu hóa như ngày nay. Quá trình này không chỉ phản ánh sự phát triển kinh tế mà còn cho thấy sự hoàn thiện của khung pháp lý và công nghệ tài chính. Từ sự ra đời của CTCP đầu tiên trên thế giới cho đến NASDAQ và NYSE[56] như ngày hôm nay, NYCP đã dần trở thành xương sống của thị trường vốn hiện đại và mang triển vọng tiếp tục đổi mới, phát triển mạnh mẽ trong tương lai.

Có thể khái quát rằng NYCP hình thành và phát triển song hành với nhu cầu huy động vốn quy mô lớn, phân tán rủi ro và thiết lập cơ chế giao dịch minh bạch cho quyền sở hữu doanh nghiệp. Trước khi khái niệm NYCP được xác lập theo nghĩa pháp lý hiện đại, các hình thức góp vốn và chuyển nhượng quyền lợi đã xuất hiện trong hoạt động thương mại quốc tế, đặc biệt là các liên doanh hàng hải ở châu Âu. Việc phát hành các chứng nhận góp vốn và cho phép chuyển nhượng tự do đã đặt nền móng cho tư duy tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý - yếu tố cốt lõi của CTCP và cũng là tiền đề

[56] NASDAQ là tên viết tắt của National Association of Securities Dealers Automated Quotation System - Sàn giao dịch chứng khoán điện tử có số lượng CTNY và khối lượng giao dịch điện tử lớn nhất thế giới nay.
NYSE là tên viết tắt của New York Stock Exchange - Sàn giao dịch chứng khoán lâu đời và lớn nhất thế giới về kim ngạch thương mại và tổng giá trị vốn hóa.

của NYCP. Sự ra đời của các CTCP quy mô lớn, tiêu biểu như Công ty Đông Ấn Hà Lan và Công ty Đông Ấn Anh, đã đánh dấu bước chuyển quan trọng khi cổ phiếu được phát hành rộng rãi cho công chúng và được giao dịch tập trung. Từ nhu cầu thực tiễn đó, các địa điểm giao dịch chuyên biệt dần hình thành, phát triển thành các SGDCK với những quy tắc chung về điều kiện tham gia, nghĩa vụ CBTT và cơ chế bảo vệ NĐT. Vì vậy, NYCP không chỉ là hành vi kỹ thuật đưa cổ phiếu vào giao dịch mà còn là sự thừa nhận chính thức của thị trường đối với tư cách pháp lý, mức độ minh bạch và uy tín của doanh nghiệp. Cùng với quá trình công nghiệp hóa và mở rộng quy mô sản xuất trong thế kỷ XIX, NYCP trở thành kênh huy động vốn chủ đạo cho các dự án cơ sở hạ tầng và doanh nghiệp lớn, đặc biệt tại Hoa Kỳ và Tây Âu. Sự phát triển của các sở giao dịch như NYSE hay London Stock Exchange gắn liền với việc thiết lập các tiêu chuẩn niêm yết ngày càng chặt chẽ, đồng thời thúc đẩy sự ra đời của các đạo luật công ty và chứng khoán nhằm điều chỉnh mối quan hệ giữa doanh nghiệp, NĐT và thị trường. Sang thế kỷ XX, đặc biệt sau các cú sốc tài chính lớn, NYCP được đặt trong khuôn khổ pháp lý thống nhất hơn, với trọng tâm là minh bạch thông tin, trách nhiệm giải trình và giám sát của cơ quan quản lý nhà nước. Cùng lúc đó, tiến bộ công nghệ đã làm thay đổi căn bản phương thức giao dịch, từ sàn vật lý sang giao dịch điện tử, tiêu biểu là sự xuất hiện của NASDAQ - biểu tượng cho xu hướng hiện đại hóa và toàn cầu hóa hoạt động NYCP. Bước sang thế kỷ XXI, hoạt động NYCP tiếp tục thích ứng với sự xuất hiện của các mô hình kinh doanh mới, xu hướng quốc tế hóa thị trường vốn thông qua niêm yết xuyên biên giới, niêm yết song song cũng như sự phát triển của các phương thức đưa cổ phiếu lên giao dịch công khai ngoài mô hình IPO truyền thống, cùng với yêu cầu ngày càng cao về QTCT bền vững.

Nhìn tổng thể, lịch sử phát triển của NYCP cho thấy đây là một thiết chế trung tâm của thị trường vốn, không ngừng vận động để cân bằng giữa mục tiêu huy động vốn cho doanh nghiệp, bảo vệ NĐT và thúc đẩy sự ổn định, minh bạch của hệ thống tài chính hiện đại. Trên nền tảng đó, thị trường tài chính dần đảm nhận vai trò then chốt trong việc phân bổ và luân chuyển vốn cho nền kinh tế, đặc biệt là thông qua TTCK - nơi thiết lập mối liên kết trực tiếp giữa doanh nghiệp và công chúng đầu tư. Nhằm phát triển hoạt động kinh doanh, mở rộng quy mô hoạt động, nâng cao năng lực cạnh tranh, củng cố uy tín trên thị trường và gia tăng thanh khoản của cổ phiếu, doanh nghiệp thường lựa chọn IPO và thực hiện NYCP trên các TTCK lớn[57]. Trong quá trình đó, cổ phiếu đóng vai trò là công cụ cơ bản phản ánh quyền sở hữu của NĐT đối với doanh nghiệp và là phương tiện chủ yếu giúp doanh nghiệp tiếp cận thị trường vốn đại chúng. Với vai trò trung tâm như vậy, việc làm rõ khái niệm NYCP là điều cần thiết để hiểu được bản chất kinh tế và bản chất pháp lý của hoạt động NYCP.

Trong lý luận và thực tiễn, khái niệm NYCP đã được tiếp cận dưới nhiều góc độ khác nhau bởi các học giả, cơ quan lập pháp và các tổ chức tài chính uy tín trên thế giới.

---

[57] Dương Ngân Hà (2023), "Doanh nghiệp tiếp cận thị trường vốn quốc tế thông qua SPSC – Bài học kinh nghiệm từ Cavico và Vinfast", *Chứng khoán Việt Nam*, Số 229, Tr. 12-17.

Thông thường, khái niệm này được lý giải thông qua việc làm rõ khái niệm niêm yết chứng khoán.

Fabrice Baumgartner (2008) đưa ra một định nghĩa tương đối trực quan về hoạt động niêm yết chứng khoán. Cụ thể, *"Niêm yết chứng khoán là hành động đưa một chứng khoán vào danh sách giao dịch chính thức của một SGDCK, gắn liền với việc tổ chức phát hành chấp nhận các nghĩa vụ CBTT và tuân thủ quy tắc quản trị để đảm bảo quyền lợi của công chúng đầu tư"*[58]. Cách tiếp cận này cũng được tìm thấy trong định nghĩa của Harold S. Bloomenthal và Samuel Wolff (2009): *"Niêm yết chứng khoán là hành động chính thức hóa việc giao dịch chứng khoán trên một sở giao dịch, trong đó công ty phát hành cam kết tuân thủ các quy định về báo cáo tài chính và quản trị doanh nghiệp, tạo điều kiện cho việc định giá thị trường và bảo vệ quyền lợi NĐT"*[59] và trong định nghĩa của Robert C. Rosen (2010): *"Niêm yết chứng khoán là quá trình một công ty hoặc tổ chức phát hành đăng ký chứng khoán của mình với một SGDCK được công nhận, nhằm mục đích cho phép giao dịch công khai, qua đó tăng cường khả năng tiếp cận vốn và cung cấp một cơ chế định giá thị trường minh bạch"*[60].

Nhìn nhận từ góc độ pháp luật, một số tác giả đã đưa ra các định nghĩa về niêm yết chứng khoán với vai trò là một cơ chế, một thủ tục mang tính pháp lý:

Chẳng hạn, Marc I. Steinberg (2013) cho rằng *"Niêm yết chứng khoán là một cơ chế pháp lý và kinh tế, qua đó chứng khoán của một công ty được đưa vào giao dịch trên một sàn giao dịch có tổ chức nhằm mục đích nâng cao uy tín của công ty, cải thiện tính thanh khoản và thu hút sự quan tâm của các NĐT quốc tế"*[61]. Hay như tác giả Trần Đình Thám (2015) đã đưa ra định nghĩa: *"Niêm yết chứng khoán là hoạt động mà qua đó một loại chứng khoán được chính thức công nhận và giao dịch trên một SGDCK, dựa trên sự tuân thủ các tiêu chí tài chính, pháp lý và quản trị của tổ chức phát hành, nhằm đảm bảo tính minh bạch và bảo vệ NĐT"*[62].

Một định nghĩa tương đối phổ biến và chính thống khác về niêm yết chứng khoán được công bố bởi Tổ chức Quốc tế các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO) (2017), theo đó: *"Niêm yết chứng khoán đề cập đến việc đưa chứng khoán vào danh sách giao dịch chính thức của một sở giao dịch, trong đó tổ chức phát hành phải đáp ứng các tiêu chuẩn nghiêm ngặt về CBTT và quản trị để đảm bảo tính công bằng và hiệu quả của thị trường"*[63].

Cách tiếp cận này cũng được phản ánh trong một số nghiên cứu độc lập của các tác giả, chẳng hạn như: Tác giả Lê Minh Tâm (2008) cho rằng: *"Niêm yết chứng khoán*

---

[58] Baumgartner, F. (2008), "TTCK Pháp", *Tài liệu bồi dưỡng luật sư*, Nhà Pháp luật Việt – Pháp, Tr. 1 - 5.
[59] Bloomenthal, H. S., & Wolff, S. (2009), "The dynamics of securities listing", *Securities Regulation Law Journal*, Volume 37. Issue 2, pp. 89-104.
[60] Robert C. Rosen (2010), "International securities regulation: An overview", *Journal of International Banking Law and Regulation*, Volume 25, Issue 3, Pp. 145-152.
[61] Steinberg, M. I. (2013), *Securities regulation: Liabilities and remedies*, Law Journal Press.
[62] Trần Đình Thám (2015), "Pháp luật về niêm yết chứng khoán tại Việt Nam: Thực trạng và giải pháp", *Tạp chí Khoa học Pháp lý*, 3(98), Tr. 45-52.
[63] IOSCO (2017), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf, truy cập ngày 15/3/2025.

là quá trình đưa chứng khoán của một tổ chức phát hành vào hệ thống giao dịch tập trung tại SGDCK, trong đó tổ chức phát hành phải đáp ứng các yêu cầu về vốn, lợi nhuận và CBTT, nhằm tạo ra một thị trường giao dịch công khai và có tính thanh khoản cao"[64]; hay tác giả Nguyễn Thị Thu Thủy (2019) đưa ra quan điểm: *"Niêm yết chứng khoán được hiểu là quá trình một công ty phát hành chứng khoán đáp ứng các tiêu chuẩn cụ thể do SGDCK đặt ra, nhằm đưa chứng khoán của mình vào giao dịch chính thức trên sàn giao dịch, qua đó tạo điều kiện cho việc huy động vốn và nâng cao tính thanh khoản của chứng khoán"*[65].

Các định nghĩa khác nhau đã cho thấy sự đa dạng trong cách tiếp cận cùng một khái niệm, nhưng giữa chúng có điểm tương đồng là cùng phản ánh những yếu tố cốt lõi của hoạt động niêm yết chứng khoán, trong đó có NYCP. Các định nghĩa có thể được xây dựng trên cơ sở các hướng tiếp cận khác nhau, song tất cả đều thống nhất rằng NYCP không chỉ là một hoạt động kinh tế thuần túy hay một thủ tục mang tính kỹ thuật mà còn là cam kết pháp lý của tổ chức phát hành. Mặc dù mỗi tác giả lại tập trung vào một hoặc một số khía cạnh khác nhau của hoạt động này nhưng tựu trung đều nhấn mạnh vào một số yếu tố quan trọng của NYCP, bao gồm: (1) Là quá trình đưa cổ phiếu vào danh sách giao dịch chính thức tại một SGDCK; (2) Doanh nghiệp phải đáp ứng các điều kiện và tiêu chuẩn nghiêm ngặt để được niêm yết; (3) NYCP gắn liền với các nghĩa vụ CBTT và tuân thủ các quy tắc QTCT; (4) Mục đích chính của NYCP là nâng cao khả năng huy động vốn, tăng tính thanh khoản của cổ phiếu và uy tín của doanh nghiệp.

Từ nội hàm của khái niệm cổ phiếu, trên cơ sở kế thừa những định nghĩa khác nhau về niêm yết chứng khoán và xác định những yếu tố cốt lõi của hoạt động này, có thể xây dựng một định nghĩa cụ thể về NYCP như sau:

NYCP là hành vi pháp lý theo đó CTCP đăng ký, cam kết và đảm bảo tuân thủ các điều kiện, tiêu chuẩn, quy tắc pháp lý theo quy định để cổ phiếu của mình được chấp thuận giao dịch chính thức trên TTCK tập trung, cùng với đó là chấp nhận ràng buộc với các hậu quả pháp lý và sự kiểm soát của các cơ quan nhà nước có thẩm quyền sau khi được chấp thuận niêm yết.

Về phương diện lý thuyết, bản chất của NYCP không chỉ thể hiện ở định nghĩa mà còn được phản ánh thông qua các đặc điểm của NYCP. Một cách khái quát, có thể được nhận diện các đặc điểm này của NYCP từ góc độ kinh tế và góc độ pháp lý như sau:

Thứ nhất, đặc điểm của NYCP về phương diện kinh tế.

Một là, NYCP là hình thức chuyển đổi CTCP thông thường sang mô hình CTCP đại chúng (CTĐC), là bước chuyển quan trọng của doanh nghiệp từ mô hình tư nhân khép kín sang mô hình có tính đại chúng, huy động vốn công khai thông qua TTCK. Quá trình này không chỉ làm thay đổi cơ cấu sở hữu mà còn phản ánh sự sẵn sàng của

---

[64] Lê Minh Tâm (2008), *Giáo trình LCK,* Nxb. Công an Nhân dân.
[65] Nguyễn Thị Thu Thủy (2019), *Pháp luật về QTCT niêm yết trên TTCK Việt Nam,* Nxb. Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh.

doanh nghiệp trong việc tiếp cận nguồn vốn rộng lớn từ công chúng thay vì phụ thuộc vào các nguồn tài chính truyền thống như vay ngân hàng hay vốn nội bộ. Điều này đòi hỏi doanh nghiệp sẽ phải đáp ứng các tiêu chuẩn nghiêm ngặt về tài chính và quản trị, qua đó, khẳng định sự thay đổi đáng kể của doanh nghiệp về mức độ minh bạch và khả năng cạnh tranh trên thị trường.

Hai là, NYCP giúp tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu của CTCP, dựa trên giá trị thực tế của cổ phiếu vốn được tạo dựng bởi uy tín thực chất của tổ chức phát hành thông qua cơ chế CBTT và tuân thủ QTCT. Sự hiện diện của cổ phiếu trên thị trường tập trung tạo điều kiện thuận lợi cho NĐT mua - bán, chuyển nhượng cổ phiếu, đồng thời, cung cấp cơ chế định giá tài sản minh bạch dựa trên cung - cầu thực tế. Do đó, NYCP khiến cổ phiếu trở thành công cụ đầu tư linh hoạt, gia tăng khả năng thu hút vốn trung và dài hạn cho doanh nghiệp, góp phần tối ưu hóa giá trị tài chính của tổ chức phát hành.

Ba là, NYCP góp phần nâng cao uy tín và thương hiệu của doanh nghiệp, là công cụ chiến lược giúp nâng tầm hình ảnh của doanh nghiệp trong mắt công chúng và NĐT. Những yêu cầu khắt khe về CBTT, báo cáo tài chính, mức độ minh bạch và tuân thủ quy định về QTCT giúp doanh nghiệp xây dựng uy tín vững chắc, khẳng định vị thế trên thị trường. Uy tín này không chỉ thu hút sự quan tâm của các NĐT mà còn tạo lợi thế cạnh tranh trong việc mở rộng quan hệ kinh doanh, từ đó củng cố thương hiệu và gia tăng giá trị vô hình của doanh nghiệp.

Bốn là, NYCP tạo áp lực tích cực đối với hiệu quả QTCT do quá trình này đặt doanh nghiệp dưới sự giám sát chặt chẽ từ cổ đông, thị trường và cơ quan quản lý. Áp lực này không chỉ giúp giảm thiểu rủi ro quản trị, buộc ban lãnh đạo phải vận hành doanh nghiệp một cách chuyên nghiệp, minh bạch và hiệu quả hơn mà còn khuyến khích doanh nghiệp tối ưu hóa hiệu suất hoạt động nhằm đáp ứng kỳ vọng của NĐT và đảm bảo sự phát triển bền vững trong môi trường cạnh tranh khốc liệt.

Thứ hai, đặc điểm của NYCP về phương diện pháp lý.

Một là, NYCP là hành vi pháp lý hợp pháp của CTCP nhằm đưa cổ phiếu do mình phát hành vào giao dịch chính thức trên thị trường giao dịch chứng khoán tập trung. Theo đó, NYCP chính là quá trình chuyển hóa các chức năng kinh tế của cổ phiếu thành những quan hệ pháp luật tương ứng. Hoạt động huy động vốn phản ánh quyền năng của chủ sở hữu trong việc đưa cổ phiếu lên TTCK tập trung, đồng thời làm phát sinh nghĩa vụ pháp lý của tổ chức phát hành đối với tính trung thực, minh bạch và hợp pháp của quá trình niêm yết; tính thanh khoản của cổ phiếu được bảo đảm thông qua quyền tự do chuyển nhượng tài sản chứng khoán của cổ đông trong khuôn khổ pháp luật; còn khả năng tiếp cận nguồn vốn từ công chúng đầu tư sẽ kéo theo nghĩa vụ CBTT, tuân thủ các quy tắc QTCT, trách nhiệm bảo vệ quyền lợi NĐT và chịu sự kiểm soát của cơ quan nhà nước có thẩm quyền trong suốt quá trình cổ phiếu được niêm yết trên TTCK.

Hai là, NYCP là điều kiện cần để CTCP được tiếp cận thị trường vốn công khai một cách hợp pháp. Về mặt pháp lý, NYCP đóng vai trò là điều kiện tiên quyết, là cầu

nối để doanh nghiệp có thể linh hoạt trong việc thay đổi cơ cấu cổ đông bằng cách đưa cổ phiếu do mình phát hành vào giao dịch trên TTCK tập trung, thông qua đó góp phần giúp công ty tự điều chỉnh cơ cấu cổ đông theo các nguyên tắc, quy luật của thị trường. Điều này đảm bảo rằng quá trình huy động vốn của CTCP từ các NĐT thông qua việc phát hành cổ phiếu được thực hiện một cách thuận lợi, hiệu quả hơn nhờ có cơ chế giao dịch mua bán lại các cổ phiếu đó trên thị trường giao dịch tập trung, sau khi công ty đã chính thức NYCP theo quy định của pháp luật, tránh các rủi ro pháp lý liên quan đến giao dịch không được kiểm soát, tạo cơ sở vững chắc cho doanh nghiệp mở rộng quy mô hợp pháp.

Ba là, việc NYCP làm phát sinh các nghĩa vụ pháp lý đặc biệt đối với CTĐC. Khi cổ phiếu được niêm yết, công ty phải đối mặt với hàng loạt nghĩa vụ pháp lý đặc thù nhằm bảo đảm tính minh bạch và trách nhiệm giải trình. Các nghĩa vụ này bao gồm CBTT, tuân thủ các chuẩn mực QTCT, trách nhiệm bảo vệ quyền lợi của cổ đông nhỏ... Những yêu cầu pháp lý này không chỉ đơn thuần là đặt ra các ràng buộc pháp lý đối với doanh nghiệp để phục vụ mục tiêu quản lý, giám sát mà còn đóng vai trò quan trọng trong việc nâng cao mức độ tin cậy của NĐT, góp phần duy trì trật tự và công bằng trên TTCK.

Bốn là, toàn bộ quá trình niêm yết và sau NYCP chịu sự giám sát nghiêm ngặt của nhiều tổ chức, bao gồm: Ủy ban Chứng khoán, SGDCK và các tổ chức trung gian. Thực tế, NYCP không chỉ là một sự kiện đơn lẻ mà là một chuỗi hoạt động chịu sự kiểm soát, giám sát liên tục của nhiều thể chế pháp luật. Sự giám sát này nhằm đảm bảo doanh nghiệp tuân thủ đầy đủ các quy định pháp luật, bảo vệ quyền lợi NĐT và duy trì tính ổn định, minh bạch của TTCK.

1.1.3. Vai trò của niêm yết cổ phiếu

NYCP không đơn thuần là một thủ tục pháp lý để hợp thức hóa việc đưa cổ phiếu vào giao dịch chính thức trên thị trường tập trung mà cần được nhìn nhận như là một cơ chế điều phối thiết yếu, đóng vai trò kết nối các yếu tố: khuôn khổ pháp luật, hoạt động của doanh nghiệp và trật tự vận hành của thị trường nhằm tạo ra một môi trường đầu tư minh bạch, có thể giám sát và có khả năng hấp thụ vốn hiệu quả. Do vậy, vai trò của NYCP không chỉ dừng lại ở phương diện tài chính - kỹ thuật hay nghĩa vụ pháp lý đơn lẻ mà cần được nhìn nhận như một yếu tố có tác động đa chiều đến từng nhóm chủ thể, yếu tố tham gia vào hệ sinh thái TTCK.

Cần phải nhấn mạnh rằng trong cấu trúc thể chế tài chính hiện đại, NYCP là một thiết chế pháp lý quan trọng gắn với quá trình chuyển dịch doanh nghiệp từ khu vực huy động vốn trong quy mô nhỏ sang khu vực huy động vốn mang tính công khai, đại chúng. Vì vậy, NYCP có thể được xem là một điểm nối quan trọng giữa quyền tự chủ kinh doanh của doanh nghiệp và yêu cầu quản lý, giám sát của Nhà nước; giữa nhu cầu huy động vốn của khu vực tư và cơ chế bảo vệ lợi ích công cộng trên TTCK; đồng thời là ngưỡng chuyển đổi pháp lý làm cho cổ phiếu từ tài sản thuộc phạm vi sở hữu tư nhân

trở thành hàng hóa tài chính được giao dịch công khai, chịu sự định giá, giám sát và kỷ luật của thị trường. Do đó, việc phân tích vai trò của NYCP đối với từng nhóm chủ thể và đối với các yếu tố khác tạo nên cơ chế vận hành của TTCK không chỉ góp phần lý giải vị trí quan trọng của NYCP trong cấu trúc thể chế tài chính mà còn là cơ sở để đánh giá hiệu quả thực thi pháp luật hiện hành.

Thứ nhất, vai trò của NYCP đối với chủ thể thực hiện NYCP.

Đối với doanh nghiệp, đặc biệt là CTĐC, NYCP là một bước ngoặt quan trọng về mặt pháp lý và chiến lược phát triển, giúp doanh nghiệp có điều kiện tiếp cận thị trường vốn tập trung và mở rộng khả năng huy động vốn từ công chúng đầu tư. Xét về chức năng kinh tế, niêm yết là công cụ để doanh nghiệp sử dụng hiệu quả hơn kênh huy động vốn dài hạn mang tính chính thức và công khai thông qua TTCK. Trong trường hợp NYCP gắn với chào bán cổ phiếu ra công chúng, đặc biệt là IPO, niêm yết là một cấu phần trực tiếp của quá trình huy động vốn bởi việc đưa cổ phiếu vào giao dịch công khai góp phần tạo thanh khoản, hình thành giá thị trường và củng cố niềm tin của NĐT đối với đợt chào bán. Tuy nhiên, lợi ích huy động vốn từ NYCP không phát sinh một cách mặc nhiên trong mọi trường hợp mà phụ thuộc vào chất lượng doanh nghiệp, mức độ minh bạch thông tin, hiệu quả quản trị, thanh khoản cổ phiếu, điều kiện thị trường và niềm tin của NĐT.

Bên cạnh chức năng huy động vốn, NYCP còn đóng vai trò như một cơ chế tín hiệu phản ánh chất lượng nội tại và mức độ minh bạch của doanh nghiệp. Theo Lý thuyết Tín hiệu, việc doanh nghiệp NYCP, kéo theo đó là tự nguyện thực hiện nghĩa vụ CBTT, kiểm toán bắt buộc, QTCT theo chuẩn mực cao… là hành vi phát đi thông điệp tích cực tới thị trường[66]. Những tín hiệu đó giúp doanh nghiệp khẳng định vị thế, nâng cao uy tín thương hiệu và gia tăng khả năng tiếp cận các nguồn vốn chiến lược trong tương lai. Trên thực tế, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã cho thấy hoạt động NYCP có thể góp phần cải thiện giá trị thị trường và gia tăng cơ hội hợp tác, liên doanh, chuyển nhượng vốn cho doanh nghiệp[67].

Từ góc độ quản trị, NYCP cũng có tác động tích cực đến cơ chế vận hành nội bộ của doanh nghiệp. Với việc trở thành CTNY, doanh nghiệp buộc phải tuân thủ hàng loạt nghĩa vụ pháp lý đặc thù: nghĩa vụ CBTT; duy trì cơ cấu sở hữu minh bạch; đảm bảo sự tham gia của cổ đông thiểu số và thực hiện quy trình ra quyết định có kiểm soát... Đây chính là cách mà NYCP góp phần làm giảm chi phí đại diện - một khái niệm trung tâm trong Lý thuyết Đại diện - phản ánh tình trạng quyền lợi giữa cổ đông và ban điều hành

---

[66] Spence, M. (1973), "Job Market Signaling", *Quarterly Journal of Economics*, Volume 87, Issue 3, pp. 355-374. https://doi.org/10.2307/1882010, truy cập ngày 01/4/2025.

[67] Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998), Tlđd.
Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999), "A theory of the going-public decision", *The Review of Financial Studies*, Volume 12, Issue 2, Pp. 249 – 279, DOI: 10.1093/rfs/12.2.249.

thường có xung đột do sự bất cân xứng thông tin[68]. Nói cách khác, NYCP tạo ra áp lực công khai và giám sát từ thị trường, từ đó làm giảm nguy cơ lạm quyền, tăng tính trách nhiệm và củng cố kỷ luật tài chính trong nội bộ doanh nghiệp.

Cuối cùng, không thể phủ nhận rằng quá trình niêm yết còn giúp doanh nghiệp định vị lại vị thế pháp lý của mình trong hệ sinh thái tài chính. Việc chính thức niêm yết đồng nghĩa với việc doanh nghiệp chuyển hóa tư cách pháp lý từ CTCP thông thường thành CTNY với tư cách pháp lý đặc thù, gắn liền với một hệ thống nghĩa vụ và chuẩn mực cao hơn. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến chiến lược tài chính mà còn chi phối cấu trúc sở hữu, cách ban lãnh đạo công ty ra quyết định và tác động tích cực đến khả năng cạnh tranh dài hạn của doanh nghiệp.

Thứ hai, vai trò của NYCP đối với chủ thể tổ chức và quản lý NYCP.

Đối với các chủ thể có chức năng tổ chức, điều tiết và giám sát hoạt động NYCP, bao gồm cơ quan quản lý nhà nước và các SGDCK, NYCP là công cụ thể chế đặc biệt để hiện thực hóa mục tiêu tạo lập một thị trường tài chính minh bạch, hiệu quả và có khả năng bảo vệ lợi ích công cộng. Trong hệ sinh thái pháp lý của TTCK, hoạt động NYCP chính là điểm gắn kết giữa quyền lực công và hành vi tài chính tư, khi đó cơ quan quản lý có thể thiết lập một bộ tiêu chuẩn pháp lý đủ chặt chẽ để kiểm soát đầu vào của thị trường, đồng thời duy trì các chuẩn mực vận hành trong suốt vòng đời của CTNY.

Một trong những vai trò thiết yếu của hoạt động NYCP là tạo ra "bộ lọc" pháp lý, giúp cơ quan quản lý TTCK sàng lọc, lựa chọn và kiểm soát chất lượng doanh nghiệp tham gia thị trường vốn công khai. Thông qua hệ thống điều kiện NYCP, cơ quan có thẩm quyền thực hiện chức năng "gác cổng" (gatekeeping) nhằm bảo vệ thị trường khỏi sự xâm nhập của các doanh nghiệp có mức độ rủi ro cao, tiềm ẩn nguy cơ gian lận hoặc không đủ năng lực tài chính. Cơ chế này vừa nhằm bảo vệ NĐT, vừa góp phần củng cố trật tự thị trường và định hướng cho sự phát triển bền vững của TTCK.

Từ góc độ lý thuyết, có thể vận dụng Lý thuyết Điều tiết để lý giải vai trò của Nhà nước trong việc thiết kế khung pháp lý điều chỉnh hoạt động NYCP. Theo đó, pháp luật được sử dụng như một công cụ kiến tạo thị trường, định hình cách thức vận hành, phân bổ nguồn lực và kiểm soát tình trạng thông tin bất cân xứng giữa các bên tham gia thị trường[69]. Đối với hoạt động NYCP, quy định của pháp luật chính là nền tảng để xác lập các nghĩa vụ quản trị, nghĩa vụ CBTT và trách nhiệm tuân thủ, tạo điều kiện cho thị trường vận hành trong khuôn khổ pháp lý rõ ràng, có thể dự đoán và kiểm soát được.

Bên cạnh đó, quá trình NYCP cũng là công cụ để Nhà nước và các SGDCK hình thành và lan tỏa các thông lệ pháp lý tốt thông qua việc áp dụng các bộ quy tắc chuẩn

---

[68] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", Journal of Financial Economics,* Volume 3, Issue 4, Pp. 305-360, https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X, truy cập ngày 01/4/2025.

[69] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice* (2nd ed.), Oxford University Press.

mực về QTCT, báo cáo tài chính, bảo vệ NĐT thiểu số… Ở khía cạnh này, các cơ quan tổ chức và quản lý niêm yết không chỉ thực hiện quyền lực nhà nước theo hướng cưỡng chế mà còn đóng vai trò như "tác nhân kiến tạo chuẩn mực" (norm entrepreneurs), góp phần nâng cao chất lượng thị trường qua việc phổ biến, chuẩn hóa và duy trì các chuẩn mực hành xử lành mạnh. Điều này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh toàn cầu hóa và cạnh tranh pháp lý ngày càng gia tăng, khi các quốc gia phải đồng thời đảm bảo sự hấp dẫn đối với NĐT quốc tế và bảo vệ nền tảng nội địa của thị trường tài chính.

Cuối cùng, hoạt động NYCP còn giúp cơ quan quản lý củng cố năng lực giám sát hệ thống và cảnh báo rủi ro vĩ mô thông qua việc thiết lập cơ sở dữ liệu minh bạch về hoạt động tài chính, cơ cấu sở hữu, quản trị nội bộ và giao dịch của các CTNY. Việc này không chỉ phục vụ cho mục tiêu kiểm tra, thanh tra thường xuyên mà còn giúp Nhà nước nắm bắt kịp thời các tín hiệu bất thường, phát hiện sớm dấu hiệu bong bóng tài sản, thao túng thị trường hay rút vốn ồ ạt, từ đó, tăng cường năng lực ứng phó và bảo vệ sự ổn định của hệ thống tài chính quốc gia.

Thứ ba, vai trò của NYCP đối với chủ thể trung gian hỗ trợ và phục vụ NYCP.

Trong cơ cấu tổ chức và vận hành của TTCK hiện đại, nhóm chủ thể trung gian (bao gồm: CTCK, tổ chức kiểm toán, tổ chức lưu ký và bù trừ chứng khoán, công ty tư vấn luật, tổ chức định mức tín nhiệm và các nhà bảo lãnh phát hành…) không chỉ là các nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật thuần túy mà còn đóng vai trò như một phần mở rộng của cơ chế thực thi pháp luật trên thị trường vốn. Hoạt động NYCP chính là nền tảng quan trọng làm phát sinh và củng cố vị thế, vai trò của nhóm chủ thể này trên các TTCK.

Trước hết, quá trình NYCP tạo ra không gian hoạt động chuyên môn và cơ hội mở rộng thị phần dịch vụ cho khu vực trung gian tài chính. Bản thân các thủ tục niêm yết, từ chuẩn bị hồ sơ, kiểm toán, thẩm định pháp lý, tư vấn điều kiện chào bán cho đến tổ chức phát hành, đều đòi hỏi sự tham gia bắt buộc hoặc cần thiết của các tổ chức trung gian. Chính vì thế, NYCP góp phần thúc đẩy sự phát triển nghề nghiệp và chuyên môn hóa trong lĩnh vực đa ngành tài chính - pháp lý - kiểm toán - tư vấn doanh nghiệp. Đáng chú ý là chính yêu cầu kỹ thuật và pháp lý ngày càng cao trong hoạt động NYCP đã nâng tiêu chuẩn chất lượng dịch vụ và yêu cầu về năng lực tuân thủ đối với nhóm chủ thể này.

Từ góc nhìn lý thuyết, có thể vận dụng Lý thuyết Thông tin bất cân xứng để lý giải vai trò cầu nối thông tin của các chủ thể trung gian trong quá trình niêm yết[70]. Trong một thị trường mà NĐT thường không có cơ hội tiếp cận thông tin đầy đủ và kịp thời thì sự hiện diện của các đơn vị kiểm toán độc lập, các tổ chức định mức tín nhiệm và công ty tư vấn có uy tín đóng vai trò quan trọng giúp sàng lọc và xác thực thông tin từ doanh nghiệp phát hành. Khi hoạt động độc lập và minh bạch, những tổ chức trung gian

[70] Akerlof, G. A. (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 84, Issue 3, Pp. 488 – 500, https://doi.org/10.2307/1879431, truy cập ngày 15/3/2025.

này góp phần đáng kể trong việc làm giảm thiểu các rủi ro đạo đức và xây dựng lòng tin của thị trường. Cùng với đó, dưới lăng kính của Lý thuyết Tín hiệu, việc doanh nghiệp lựa chọn hợp tác với những tổ chức trung gian chuyên nghiệp và có tên tuổi cũng được xem là một tín hiệu thị trường quan trọng[71]. Việc thuê một hãng kiểm toán uy tín, một CTCK giàu kinh nghiệm tư vấn niêm yết hay một ngân hàng thương mại đầu ngành làm bảo lãnh phát hành thường được thị trường xem là dấu hiệu tích cực về chất lượng nội tại của doanh nghiệp. Tín hiệu đó góp phần nâng cao khả năng định giá và mức độ quan tâm của NĐT đối với cổ phiếu chào bán.

Không dừng lại ở giai đoạn tiền niêm yết, sau khi cổ phiếu đã được chấp thuận niêm yết và giao dịch trên thị trường, các tổ chức trung gian tiếp tục giữ vai trò hỗ trợ doanh nghiệp trong việc tuân thủ quy chế, nghĩa vụ niêm yết. Trên phương diện này, nhóm trung gian tài chính thực hiện chức năng bổ trợ cho hoạt động thực thi pháp luật, nhưng với đặc trưng linh hoạt, chuyên môn hóa và định hướng thị trường, góp phần thiết lập một cơ chế "tự điều chỉnh có giám sát" (regulated self-regulation). Đây cũng là lý do tại sao nhiều quốc gia xây dựng cơ chế giám sát kép, trong đó việc quản lý chất lượng dịch vụ trung gian không chỉ thuộc về cơ quan nhà nước mà còn do chính thị trường (qua sự tín nhiệm và lựa chọn của doanh nghiệp và NĐT) điều chỉnh một cách hiệu quả.

Cuối cùng, chính sự phát triển của hoạt động NYCP đã đặt ra yêu cầu phải nâng cao chuẩn mực hành nghề và trách nhiệm pháp lý của các tổ chức chuyên nghiệp hoạt động trong khu vực trung gian, theo đó, các chủ thể trung gian không chỉ đóng vai trò là nhà cung cấp dịch vụ mà còn trở thành một mắt xích không thể thiếu trong việc lan tỏa chuẩn mực tuân thủ và thúc đẩy đạo đức thị trường.

Thứ tư, vai trò của NYCP đối với NĐT.

NĐT - với tư cách là yếu tố cấu thành cuối cùng của thị trường vốn, là nhóm chủ thể chịu ảnh hưởng trực tiếp và sâu sắc nhất bởi chất lượng, tính minh bạch và độ tin cậy của thông tin liên quan đến CPNY. Việc một doanh nghiệp thực hiện NYCP không chỉ mở ra cơ hội tiếp cận nguồn tài sản có thể đầu tư hợp pháp cho NĐT mà còn tạo lập một không gian pháp lý ổn định và có thể dự báo để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của họ. Điều này thể hiện ở chỗ:

Một là, NYCP tạo ra một khuôn khổ minh bạch để giảm thiểu tình trạng bất cân xứng thông tin giữa NĐT và doanh nghiệp. Theo Lý thuyết Đại diện, mối quan hệ giữa cổ đông và ban điều hành doanh nghiệp là một quan hệ đại diện tiềm ẩn xung đột lợi ích[72]. Trong mối quan hệ này, doanh nghiệp là bên sở hữu gần như toàn bộ thông tin nội bộ, trong khi NĐT bên ngoài khó có điều kiện để tiếp cận đầy đủ và chính xác các dữ liệu cần thiết cho quyết định đầu tư. Hoạt động niêm yết, với hàng loạt nghĩa vụ CBTT chính là một công cụ giúp điều chỉnh quan hệ này, buộc doanh nghiệp phải minh bạch

[71] Spence, M. (1973), Tlđd.
[72] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), Tlđd.

hóa chiến lược, hiệu quả tài chính và rủi ro hoạt động, từ đó, làm giảm chi phí giám sát và chi phí đại diện đối với NĐT.

Hai là, thông qua cơ chế công khai hóa, chuẩn hóa và giám sát sau niêm yết, NYCP góp phần bảo vệ NĐT khỏi các hành vi gian lận, thao túng hoặc lạm dụng thông tin nội bộ, từ đó, duy trì lòng tin của NĐT và công chúng đối với hệ thống tài chính. Theo cách tiếp cận của Lý thuyết Bảo vệ NĐT, chính hệ thống pháp luật về NYCP hiệu quả là yếu tố thúc đẩy sự phát triển thị trường vốn, bởi nó đảm bảo cho NĐT nhỏ lẻ - vốn thường ở vị thế yếu hơn - có thêm công cụ để bảo vệ quyền lợi và yêu cầu trách nhiệm pháp lý từ doanh nghiệp phát hành. Thực tế cho thấy những quốc gia có quy định về NYCP chặt chẽ và cơ chế bảo vệ NĐT mạnh thường có mức độ phát triển TTCK cao hơn[73].

Ba là, NYCP còn giúp nâng cao năng lực tự phòng vệ của NĐT thông qua việc được cung cấp dữ liệu định lượng và định tính đã chuẩn hóa làm cơ sở cho hoạt động phân tích tài chính, định giá tài sản và ra quyết định độc lập. Khác với giao dịch trên thị trường phi chính thức với những thông tin rời rạc và thiếu kiểm chứng, thị trường CPNY cung cấp một nền tảng dữ liệu được giám sát và cập nhật thường xuyên, giúp NĐT tránh rơi vào các bẫy thông tin, hành vi thao túng hoặc lựa chọn bất lợi.

Bốn là, ở cấp độ rộng hơn, NYCP còn có tác động tích cực đến nhận thức xã hội và công bằng thị trường, bởi đây là một công cụ giúp lan tỏa thông tin tài chính, tạo điều kiện để đông đảo cá nhân có thể tham gia đầu tư một cách hợp pháp và minh bạch. Khi cổ phiếu được niêm yết, thông tin doanh nghiệp trở thành tài sản công cộng, có thể tiếp cận bởi bất kỳ ai có nhu cầu. Điều này góp phần xây dựng một thị trường tài chính minh bạch, toàn diện hơn và hạn chế tình trạng đầu tư "ngầm", phi chính thức hoặc chỉ dựa vào tin đồn.

Thứ năm, vai trò của NYCP đối với TTCK.

NYCP giữ vị trí trung tâm trong hệ thống vận hành của TTCK hiện đại, giúp thị trường thực hiện các chức năng cốt lõi như huy động vốn, hình thành giá trị tài sản, bảo vệ NĐT và duy trì kỷ luật thị trường. Có thể nói, chất lượng của TTCK có sự gắn bó mật thiết với mức độ chuẩn hóa, minh bạch và hiệu quả của hệ thống NYCP. Điều này thể hiện ở chỗ:

Một là, NYCP đóng vai trò như cơ chế chuẩn hóa đầu vào cho TTCK tập trung mà ở đó chỉ các cổ phiếu có đủ tiêu chuẩn chất lượng mới có thể được chấp nhận giao dịch. Bằng cách quy định rõ điều kiện, trình tự, thủ tục và nghĩa vụ sau niêm yết, Nhà nước có thể kiểm soát chất lượng doanh nghiệp gia nhập thị trường một cách có chọn lọc, từ đó góp phần nâng cao chất lượng loại hàng hóa tài chính được giao dịch công khai, đồng thời, giảm thiểu các rủi ro xuất phát từ những tổ chức yếu kém hoặc có dấu hiệu gian lận. Đây được xem như một biểu hiện điển hình của Lý thuyết Điều tiết, theo đó, Nhà nước thiết kế các rào cản pháp lý để định hướng hành vi của doanh nghiệp theo hướng

[73] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (2000), Tlđd.

phục vụ lợi ích công cộng và bảo vệ, duy trì sự ổn định của TTCK[74].

Hai là, hoạt động NYCP tạo lập một không gian vận hành chính thức và minh bạch cho thị trường thứ cấp. Sẽ không có một thị trường thứ cấp thực sự nếu không có hệ thống cổ phiếu chất lượng được niêm yết và giao dịch công khai. Chính từ dữ liệu do DNNY công bố mà thị trường có thể hình thành giá cả, tái phân bổ nguồn lực đầu tư và đo lường hiệu quả sử dụng vốn trong nền kinh tế. Do đó, việc mở rộng quy mô và chiều sâu của thị trường cũng phụ thuộc rất lớn vào mức độ phát triển của cơ chế NYCP.

Ba là, NYCP là điều kiện để TTCK thực hiện chức năng bảo vệ NĐT, đặc biệt là NĐT cá nhân, thông qua việc áp dụng các quy chuẩn về CBTT, QTCT, quyền biểu quyết và cơ chế xử lý vi phạm. Dưới góc nhìn của Lý thuyết Bảo vệ NĐT, thị trường chỉ có thể thu hút dòng vốn bền vững khi NĐT được đảm bảo các quyền, lợi ích hợp pháp và có thể dựa vào hệ thống pháp luật minh bạch để phòng vệ trước hành vi gian lận hoặc xung đột lợi ích từ phía chủ thể phát hành[75].

Bốn là, NYCP còn đóng vai trò như một cơ chế nhằm lan tỏa chuẩn mực vận hành thị trường, bởi lẽ chỉ thông qua quy trình niêm yết với đầy đủ các yêu cầu, điều kiện khắt khe, thị trường mới hình thành được một mặt bằng chuẩn chung về đạo đức kinh doanh, tính minh bạch và trách nhiệm giải trình. Ở góc độ này, NYCP không đơn thuần là một thủ tục hành chính mà đã trở thành một cơ chế thiết lập văn hóa tuân thủ. Chính vì vậy, thị trường càng dựa vào niêm yết như một cơ chế định hình hành vi thì càng củng cố được lòng tin và khả năng huy động vốn dài hạn từ cộng đồng.

Từ các phân tích trên đây, có thể thấy NYCP chính là thủ tục pháp lý quan trọng trong việc định hình quan hệ, chuẩn mực và động lực vận hành của TTCK hiện đại. Thông qua việc tạo ra khuôn khổ chuẩn hóa cho doanh nghiệp, bảo vệ lợi ích của NĐT và củng cố tính minh bạch của thị trường, NYCP đóng vai trò như một công cụ có khả năng điều tiết hành vi kinh tế - pháp lý trong toàn bộ hệ sinh thái tài chính.

1.2. Những vấn đề lý luận pháp luật về niêm yết cổ phiếu

1.2.1. Khái niệm pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Xuất phát từ yêu cầu điều chỉnh bằng pháp luật đối với TTCK nói chung và hoạt động NYCP nói riêng, các quốc gia trên thế giới đều tìm cách thiết kế, xây dựng những quy định cụ thể về NYCP để tạo hành lang pháp lý cho hoạt động này được thực hiện an toàn, hiệu quả. Các quy phạm pháp luật đó tạo thành một hệ thống quy phạm pháp luật về NYCP - như một bộ phận quan trọng không thể tách rời trong tổng thể hệ thống pháp luật về chứng khoán và TTCK.

Từ cách tiếp cận như trên, pháp luật về NYCP, với tư cách là một bộ phận cấu thành của pháp luật chứng khoán, có thể được định nghĩa như sau:

---

[74] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Tlđd.*

[75] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (2000), Tlđd.

Pháp luật về NYCP là hệ thống các quy phạm pháp luật do Nhà nước ban hành hoặc thừa nhận nhằm điều chỉnh các quan hệ xã hội phát sinh trong quá trình đưa cổ phiếu của tổ chức phát hành vào giao dịch chính thức trên hệ thống giao dịch chứng khoán tập trung, qua đó thiết lập khuôn khổ pháp lý bảo đảm tính minh bạch, công bằng, an toàn của thị trường, nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết và bảo vệ quyền, lợi ích hợp pháp của NĐT.

Các quy phạm pháp luật này chính là hệ thống các quy tắc xử sự chung nhằm cụ thể hóa những định hướng, chính sách của Nhà nước nhằm nâng cao năng lực huy động vốn cho doanh nghiệp, bảo vệ NĐT, đảm bảo công bằng và minh bạch của thị trường. Tính chất "hệ thống" của pháp luật về NYCP được thể hiện qua việc nó không tồn tại rời rạc mà gắn bó chặt chẽ với các chế định pháp lý liên quan như: CBTT, QTCT, giám sát thị trường, xử lý vi phạm, quyền và nghĩa vụ của cổ đông... Pháp luật điều chỉnh NYCP, do đó, không chỉ giới hạn trong LCK mà còn lan tỏa và gắn kết với Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật Kế toán, Luật Kiểm toán, các quy định về xử phạt vi phạm hành chính và hàng loạt các văn bản hướng dẫn của cơ quan quản lý chuyên ngành. Ngoài ra, trong bối cảnh hội nhập quốc tế, hệ thống pháp luật này còn được dẫn hướng bởi các chuẩn mực quốc tế như Bộ nguyên tắc IOSCO[76], Bộ nguyên tắc QTCT của OECD[77] và các cam kết trong các hiệp định thương mại tự do (CPTPP, EVFTA...). Việc nhìn nhận pháp luật về NYCP dưới góc độ là một hệ thống quy tắc xử sự chung mang đến cái nhìn tổng thể và đồng bộ hơn về vai trò điều chỉnh, khả năng can thiệp và năng lực kiểm soát rủi ro của Nhà nước đối với TTCK thông qua công cụ pháp lý. Đây cũng là nền tảng quan trọng để đánh giá mức độ hoàn thiện và hiệu lực của hệ thống pháp luật trong điều kiện phát triển năng động của thị trường tài chính hiện nay.

Như vậy, pháp luật về NYCP là một lĩnh vực pháp lý chuyên biệt, mang trong mình đầy đủ các đặc điểm của pháp luật kinh tế, đồng thời thể hiện những tính chất riêng gắn với cơ chế hoạt động của TTCK hiện đại. Sự kết hợp giữa yếu tố kỹ thuật - tài chính và quyền lực - pháp lý tạo nên một hệ thống điều chỉnh linh hoạt nhưng chặt chẽ, góp phần bảo vệ NĐT, duy trì kỷ luật thị trường và thúc đẩy phát triển kinh tế.

Ở mức độ khái quát, có thể cho rằng pháp luật về NYCP có những đặc điểm cơ bản sau đây:

Thứ nhất, pháp luật về NYCP có đối tượng điều chỉnh là các quan hệ xã hội phát sinh trong quá trình NYCP trên TTCK.

Về lý thuyết, đối tượng điều chỉnh của pháp luật về NYCP chính là các quan hệ xã

---

[76] IOSCO (International Organization of Securities Commissions) là tổ chức quốc tế tập hợp các cơ quan quản lý chứng khoán, có vai trò xây dựng và thúc đẩy các chuẩn mực toàn cầu về điều tiết TTCK. Nguồn: https://www.iosco.org/.

[77] OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) là tổ chức quốc tế, diễn đàn liên chính phủ và trung tâm tri thức về dữ liệu, phân tích và thực tiễn chính sách công. OECD làm việc với hơn 100 quốc gia nhằm hỗ trợ xây dựng các chính sách tốt hơn cho tăng trưởng kinh tế, phát triển xã hội công bằng hơn và quản trị công hiệu quả hơn. Nguồn: https://www.oecd.org/en/about.html.

hội phát sinh trong hoạt động NYCP, bao gồm:

(i) Quan hệ xã hội phát sinh giữa DNNY với cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK (Uỷ ban Chứng khoán, SGDCK...).

Đây là mối quan hệ mang tính trọng tâm của quá trình NYCP, vì nó đưa đến kết quả cuối cùng là cổ phiếu của tổ chức phát hành có được chấp nhận giao dịch trên TTCK tập trung hay không. Mặt khác, quan hệ xã hội này cũng đòi hỏi các bên tham gia phải thực hiện các quyền, nghĩa vụ pháp lý nhất định theo quy định của pháp luật, qua đó phản ánh mối quan hệ có tính chất quản lý - tuân thủ giữa các cơ quan quản lý niêm yết với tổ chức niêm yết. Khi điều chỉnh quan hệ xã hội này, pháp luật đặt ra hàng loạt điều kiện niêm yết, nghĩa vụ báo cáo, nghĩa vụ duy trì tiêu chuẩn và chế tài xử phạt khi vi phạm. Sự tham gia của cơ quan nhà nước là yếu tố đảm bảo cho hoạt động niêm yết diễn ra minh bạch, trật tự và đúng quy định. Xét về bản chất pháp lý, quan hệ xã hội này có tính chất là quan hệ quản lý nhà nước về NYCP, trong đó một bên tham gia luôn luôn là cơ quan quản lý niêm yết (chủ yếu có quyền quản lý đối với hoạt động NYCP) và bên kia là chủ thể niêm yết (chủ yếu có nghĩa vụ tuân thủ các quy định về NYCP).

(ii) Quan hệ xã hội phát sinh giữa các chủ thể trung gian với khách hàng là tổ chức niêm yết và NĐT.

Đây là mối quan hệ xã hội có tính chất "bổ trợ" cho hoạt động niêm yết để hoạt động này có thể diễn ra một cách thuận lợi, dễ dàng và hiệu quả, thông qua việc cung cấp các dịch vụ liên quan đến NYCP. Các chủ thể trung gian thường đóng vai trò cung cấp dịch vụ kỹ thuật và chuyên môn trong việc chuẩn bị hồ sơ, thẩm định, bảo lãnh, xác minh thông tin và hướng dẫn thực hiện các thủ tục pháp lý…; chịu sự điều chỉnh của cả pháp luật chứng khoán và các chế định pháp luật ngành dọc tương ứng. Xét về bản chất pháp lý, loại quan hệ xã hội này có tính chất là quan hệ hợp đồng dịch vụ, thể hiện sự bình đẳng giữa các bên tham gia và được thực hiện thông qua cơ chế hợp đồng dịch vụ. Loại hợp đồng này thường được ký kết giữa các tổ chức trung gian với các tổ chức niêm yết và NĐT.

(iii) Quan hệ xã hội phát sinh giữa tổ chức phát hành và NĐT.

Về phương diện lý thuyết, quan hệ xã hội này chỉ là đối tượng điều chỉnh có tính chất gián tiếp của pháp luật về NYCP, bởi lẽ việc NYCP nhằm hướng đến mục đích trực tiếp là đưa cổ phiếu vào giao dịch chính thức trên thị trường giao dịch tập trung, do đó pháp luật chủ yếu đặt ra yêu cầu đối với các chủ thể liên quan trực tiếp, bao gồm chủ thể niêm yết, cơ quan quản lý niêm yết và chủ thể trung gian phải thực hiện những quyền, nghĩa vụ pháp lý nhất định để giúp cho hoạt động niêm yết được diễn ra thuận lợi, an toàn và hợp pháp. Tuy nhiên, chính sự thành công hay thất bại của hoạt động NYCP lại tác động đến quyền và lợi ích hợp pháp của các NĐT và chủ thể niêm yết, cho nên, có thể suy luận rằng việc điều chỉnh bằng pháp luật đối với hoạt động NYCP cũng có ảnh hưởng đáng kể đến mối quan hệ giữa chủ thể niêm yết (tổ chức phát hành) và NĐT cổ phiếu trên thị trường.

Thứ hai, pháp luật về NYCP có phương pháp điều chỉnh đa dạng, kết hợp giữa phương pháp mệnh lệnh và phương pháp thỏa thuận.

Về phương diện lý thuyết, phương pháp mệnh lệnh được pháp luật về NYCP sử dụng để điều chỉnh các quan hệ xã hội phát sinh trong quá trình xác lập điều kiện niêm yết bắt buộc, thực hiện nghĩa vụ sau niêm yết và cưỡng chế áp dụng các biện pháp xử lý khi có vi phạm xảy ra. Những quy định này mang tính cưỡng chế cao, xuất phát từ nhu cầu bảo vệ NĐT và duy trì sự công khai, minh bạch của thị trường. Trong khi đó, phương pháp thỏa thuận lại được pháp luật về NYCP sử dụng để điều chỉnh các quan hệ xã hội có tính chất bình đẳng phát sinh giữa chủ thể trung gian với chủ thể niêm yết và NĐT, thông qua cơ chế hợp đồng dịch vụ. Sự kết hợp giữa hai phương pháp điều chỉnh nói trên giúp pháp luật về NYCP vừa đảm bảo tính kỷ luật thị trường, vừa khuyến khích sự năng động và sáng tạo trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp - điều mà các hệ thống pháp luật của các thị trường tiên tiến đều hướng tới.

Thứ ba, pháp luật về NYCP thường bao gồm những quy định có tính chất kỹ thuật nghiệp vụ tài chính và có tính chuyên môn hóa cao.

Đặc điểm này xuất phát từ chính tính chất của hoạt động NYCP, vốn gắn với các yêu cầu chuyên sâu về tài chính, kế toán, kiểm toán, QTCT và CBTT. Vì vậy, pháp luật về NYCP không chỉ xác lập địa vị pháp lý, quy định về quyền và nghĩa vụ của các chủ thể tham gia quan hệ NYCP mà còn cụ thể hóa các tiêu chuẩn kỹ thuật như điều kiện niêm yết, hồ sơ và thủ tục đăng ký niêm yết, báo cáo tài chính, báo cáo kiểm toán, CBTT, nghĩa vụ sau niêm yết và cơ chế giám sát duy trì niêm yết. Các quy định này thường có mức độ chi tiết cao, đòi hỏi chủ thể thực hiện phải có hiểu biết chuyên môn về tài chính, chứng khoá, kế toán - kiểm toán, quản trị doanh nghiệp... Do đó, tính kỹ thuật và chuyên môn hóa cao là đặc điểm nổi bật của pháp luật về NYCP, đồng thời cũng là yêu cầu cần thiết để bảo đảm hoạt động niêm yết được thực hiện minh bạch, chính xác và an toàn.

Thứ tư, pháp luật về NYCP có mục tiêu cơ bản, trọng tâm là bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT và bảo đảm sự ổn định của thị trường tài chính.

Không dừng ở mục tiêu điều chỉnh và cân bằng lợi ích giữa các bên trong quan hệ song phương hoặc đa phương cụ thể, pháp luật về NYCP được xây dựng và thực thi với một tầm nhìn và phạm vi rộng hơn: hướng đến việc bảo vệ quyền lợi của đông đảo NĐT, đặc biệt là NĐT cá nhân và đảm bảo tính minh bạch, công bằng, hiệu quả của toàn bộ hệ thống giao dịch chứng khoán. Bên cạnh mục tiêu bảo vệ các NĐT, một mục tiêu pháp lý song hành không thể tách rời của pháp luật về NYCP là duy trì sự ổn định và phát triển bền vững của TTCK. Nếu không có một khung pháp lý đủ mạnh, thị trường sẽ dễ bị chi phối bởi tâm lý đám đông, đầu cơ ngắn hạn và mất đi chức năng cơ bản là phân bổ nguồn lực hiệu quả và hợp lý. . Điều này cũng được củng cố bởi thực tiễn pháp luật quốc tế. Nguyên tắc QTCT của OECD xác định một trong những nguyên tắc cốt lõi của hoạt động này là "*đảm bảo sự đối xử công bằng giữa các cổ đông"* và *"bảo vệ quyền*

lợi của NĐT thiểu số"[78]. Như vậy, mục tiêu điều chỉnh của pháp luật về NYCP không chỉ phục vụ lợi ích riêng lẻ của từng doanh nghiệp hay NĐT mà còn gắn liền với mục tiêu bảo vệ lợi ích công cộng và bảo đảm sự vận hành ổn định, an toàn của thị trường tài chính, nhằm hướng đến thiết lập và duy trì trật tự, kỷ luật và sự ổn định của thị trường tài chính nói chung.

1.2.2. Vai trò của pháp luật về niêm yết cổ phiếu

TTCK được coi là thị trường cạnh tranh tự do điển hình, nơi giá cả chứng khoán được xác định bởi cạnh tranh giữa cung và cầu nhằm phân bổ các nguồn tài chính một cách hiệu quả[79]. Tuy nhiên, lịch sử phát triển của TTCK trên thế giới đã chứng minh rằng nếu thiếu đi những công cụ kiểm soát hiệu quả, đặc biệt là trong việc phòng ngừa các hành vi vi phạm như thao túng thị trường hay giao dịch nội gián, thị trường dễ rơi vào khủng hoảng và đánh mất niềm tin từ NĐT. Chính vì vậy, pháp luật luôn được coi là công cụ quan trọng nhất để quản lý TTCK, không chỉ nhằm khắc phục những rủi ro nội tại của thị trường mà còn duy trì hoạt động hiệu quả, công bằng của thị trường, bảo vệ lợi ích công cộng và tạo dựng lòng tin của NĐT. Riêng đối với hoạt động NYCP - một mắt xích quan trọng trong quá trình đưa doanh nghiệp ra công chúng và tạo hàng hóa cho TTCK tập trung, việc điều chỉnh bằng pháp luật là tất yếu.

Lịch sử ghi nhận TTCK ra đời trước, còn hệ thống pháp luật điều chỉnh lĩnh vực này chỉ thực sự được định hình ở các nước như Mỹ, Tây - Bắc Âu và Nhật Bản sau các cuộc khủng hoảng kinh tế lớn, điển hình là cuộc Đại suy thoái kinh tế năm 1929. Trước đó, phần lớn hoạt động của các TTCK được điều tiết bởi cơ chế tự quản hoặc quản lý sơ khai. Sau này, nhận thức được vai trò quan trọng của quản lý bằng pháp luật đối với hoạt động của TTCK, một số nước đã xây dựng và ban hành những đạo luật chuyên biệt về chứng khoán, trong đó phải kể đến LCK và Giao dịch chứng khoán (Securities and Exchange Act) 1933 và 1934 của Mỹ mà về sau đã trở thành nền tảng tham khảo cho nhiều quốc gia trong việc xây dựng khuôn khổ pháp lý về TTCK.

Một cách khái quát, có thể cho rằng pháp luật về NYCP có những vai trò cơ bản sau đây:

Thứ nhất, pháp luật về NYCP không chỉ tạo lập hành lang pháp lý cho hoạt động niêm yết diễn ra ổn định, hiệu quả mà còn giúp định hướng và quản lý TTCK một cách toàn diện.

Như đã phân tích, NYCP không đơn thuần là thủ tục kỹ thuật nhằm đưa cổ phiếu của doanh nghiệp lên giao dịch trên thị trường có tổ chức mà là một bước chuyển đổi căn bản trong cách thức QTCT, CBTT và tiếp cận vốn của doanh nghiệp, đồng thời, ràng buộc CTĐC niêm yết với những yêu cầu về tính minh bạch và trách nhiệm giải

---

[78] OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en/full-report.html, truy cập ngày 01/4/2025.

[79] Tạ Thanh Bình (2008), "Hoàn thiện pháp luật về giao dịch chứng khoán trên thị trường giao dịch tập trung tại Việt Nam", *Luận án tiến sĩ Luật học*, Tr. 27.

trình. Do đó, hoạt động NYCP đóng vai trò như một bước sàng lọc để đảm bảo chất lượng của hàng hóa trên TTCK, góp phần nâng cao tính minh bạch và hiệu quả hoạt động của toàn hệ thống tài chính. Tiếp cận từ góc nhìn của Lý thuyết Tín hiệu, thông qua việc đáp ứng các điều kiện niêm yết, doanh nghiệp gửi đi tín hiệu về chất lượng nội tại và mức độ sẵn sàng chịu sự giám sát công khai[80], do đó NYCP tạo ra cơ chế khuyến khích doanh nghiệp nâng cao chuẩn mực quản trị và minh bạch hóa thông tin - hai yếu tố nền tảng của một thị trường tài chính hiệu quả. Một chức năng quan trọng khác của niêm yết là thúc đẩy tính thanh khoản trên thị trường cổ phiếu. Theo Pagano và Cộng sự (1998), *"DNNY có khả năng mở rộng tiếp cận với NĐT, đồng thời cho phép cổ phiếu được giao dịch thường xuyên trên sàn, từ đó giảm thiểu chi phí giao dịch và tăng khả năng chuyển đổi tài sản"*[81]. Chính tính thanh khoản này làm cho TTCK trở thành kênh huy động vốn hiệu quả hơn so với các hình thức đầu tư truyền thống, đồng thời làm tăng sức hấp dẫn của thị trường tài chính đối với NĐT trong và ngoài nước. Ngoài ra, NYCP còn có ảnh hưởng rộng lớn đến phát triển kinh tế - xã hội thông qua vai trò trung gian tài chính trong việc phân bổ vốn đến những khu vực hiệu quả nhất của nền kinh tế. Levine và Zervos (1998) đã chứng minh mối tương quan tích cực giữa phát triển TTCK và tăng trưởng GDP dài hạn[82]. Cùng với đó, sự hiện diện của nhiều DNNY chất lượng cao có thể tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực tới hệ sinh thái doanh nghiệp, nâng cao chuẩn mực quản trị và minh bạch thông tin trong toàn nền kinh tế.

Với tính quy phạm phổ biến riêng có, pháp luật về NYCP trở thành công cụ chủ đạo nhằm tạo lập hành lang pháp lý cho hoạt động này phát triển ổn định, có trật tự và hiệu quả. Pháp luật quy định rõ các điều kiện, trình tự, thủ tục niêm yết; nghĩa vụ CBTT và chế tài xử lý vi phạm, qua đó thiết lập các chuẩn mực hành vi và khuôn khổ vận hành cho toàn bộ quá trình niêm yết. Điều này phù hợp với Lý thuyết Điều tiết, vốn cho rằng *"pháp luật không chỉ là công cụ kiểm soát rủi ro thị trường mà còn là thiết chế định hình hành vi thị trường và thúc đẩy hiệu quả kinh tế"*[83]. Bên cạnh đó, sự điều chỉnh của pháp luật đối với hoạt động niêm yết còn nhằm hướng đến mục tiêu bảo vệ lợi ích công cộng và ổn định hệ thống tài chính - những yếu tố đã được IOSCO (2017) nhấn mạnh[84] song không thể được đảm bảo chỉ bằng các cơ chế thị trường thuần túy.

Thứ hai, pháp luật về NYCP đóng vai trò thiết yếu trong việc thiết lập cơ chế kiểm soát, ngăn ngừa và xử lý các hành vi vi phạm diễn ra trên TTCK.

Hoạt động NYCP luôn tiềm ẩn rất nhiều rủi ro và hành vi gian lận, đòi hỏi sự kiểm soát chặt chẽ bằng một công cụ quản lý hiệu quả của Nhà nước. Thị trường cổ phiếu là một trong những cấu phần quan trọng và nhạy cảm nhất của hệ thống tài chính hiện đại.

---

[80] Spence, M. (1973), Tlđd.
[81] Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998), Tlđd.
[82] Levine, R., & Zervos, S. (1998), "*Stock markets, banks, and economic growth", American Economic Review,* Volume 88, Issue 3, Pp. 537 – 558, https://www.jstor.org/stable/116848, truy cập ngày 05/4/2025.
[83] Ogus, A. J. (2004), *Tlđd.*
[84] IOSCO (2017), *Tlđd,* p.3.

Tính đại chúng của thị trường này thể hiện ở quy mô rộng lớn và đa dạng các chủ thể tham gia. Cũng chính vì vậy, thị trường này luôn tiềm ẩn nguy cơ cao phát sinh các hành vi gian lận và lạm dụng thông tin nhằm trục lợi. Việc xây dựng một cơ chế điều chỉnh pháp lý phù hợp, cân bằng giữa khuyến khích phát triển và phòng ngừa rủi ro là điều kiện tiên quyết để đảm bảo sự lành mạnh của thị trường cổ phiếu.

Có thể lý giải tính dễ tổn thương và dễ bị lợi dụng của thị trường cổ phiếu thông qua Lý thuyết Thông tin bất cân xứng. Theo Akerlof (1970), trong các giao dịch tài chính, bên bán (tổ chức phát hành) luôn có lợi thế về thông tin so với bên mua (NĐT), từ đó tạo điều kiện để họ che giấu rủi ro, làm sai lệch thông tin nhằm thu hút vốn. Điều này đặc biệt phổ biến trong giai đoạn trước và trong khi NYCP[85]. Các nghiên cứu của Ritter (1991) và Ljungqvist (2007) sau này đã chỉ ra rằng các công ty thường tận dụng sự bất cân xứng đó để đẩy giá cổ phiếu lên cao trong các đợt chào bán, dẫn đến hiện tượng "bong bóng niêm yết" và tổn thất lớn cho NĐT sau khi cổ phiếu giao dịch trên sàn[86] [87].

Trong thực tiễn, nhiều hành vi vi phạm pháp luật đã xảy ra trong giai đoạn tiền niêm yết và hậu niêm yết như làm giả báo cáo tài chính, thao túng giá cổ phiếu, CBTT sai lệch hoặc chậm trễ. Các vụ bê bối như Vụ lừa đảo Ponzi của Bernie Madoff (Hoa Kỳ, 2008)[88], vụ Luckin Coffee (Trung Quốc, 2020)[89] hay vụ FLC (2022) tại Việt Nam cho thấy mức độ nghiêm trọng và tác động lan tỏa của những hành vi sai phạm trong lĩnh vực chứng khoán. Đặc biệt, trong các thị trường đang phát triển, do cơ chế giám sát chưa hoàn thiện và nhận thức pháp lý của NĐT còn hạn chế, những hành vi này càng dễ xảy ra và để lại hậu quả nghiêm trọng, không chỉ ảnh hưởng đến NĐT mà còn làm suy giảm niềm tin vào hệ thống tài chính nói chung. Do đó, NYCP không thể chỉ được xem là một hoạt động thuần túy kỹ thuật mà cần được nhìn nhận như một quá trình pháp lý

---

[85] Akerlof, G. A. (1970), Tlđd.

[86] Ritter, J. R. (1991), "The long-run performance of initial public offerings", *The Journal of Finance*, Volume 46, Issue 1, Pp. 3 – 27, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x, truy cập ngày 17/3/2025.

[87] Ljungqvist, A. (2007), "IPO underpricing", In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance*, Vol. 1, pp. 375 – 422, Elsevier/North-Holland.

[88] Bernard L. Madoff, một nhân vật nổi tiếng trong giới tài chính Phố Wall, đã điều hành một kế hoạch Ponzi quy mô lớn trong gần hai thập kỷ, được ngụy trang dưới vỏ bọc một quỹ đầu tư hợp pháp. Vụ lừa đảo được phát hiện vào tháng 12/2008, sau khi con trai ông báo cáo lên FBI. Madoff thừa nhận rằng công ty đầu tư của mình không thực hiện bất kỳ giao dịch nào trong nhiều năm mà chỉ giả mạo báo cáo tài chính cho khách hàng. Tổng thiệt hại ước tính lên đến 65 tỷ USD, ảnh hưởng đến hàng ngàn NĐT, trong đó có nhiều tổ chức từ thiện, quỹ hưu trí và cá nhân. Madoff bị kết án 150 năm tù vào năm 2009 với 11 tội danh hình sự, bao gồm lừa đảo chứng khoán, rửa tiền và khai man. Vụ án trở thành biểu tượng điển hình của sự thiếu kiểm soát trong lĩnh vực đầu tư và sự cần thiết của các biện pháp pháp lý nghiêm ngặt. Nguồn: FPI, *"Bernie Madoff Case - Inside history's biggest financial crime"*, https://www.fbi.gov/history/famous-cases/bernie-madoff, truy cập ngày 09/5/2025.

[89] Luckin Coffee, chuỗi cà phê lớn tại Trung Quốc, đã niêm yết trên sàn Nasdaq (Hoa Kỳ) vào năm 2019. Tuy nhiên, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ (SEC) cáo buộc rằng, ít nhất từ tháng 4/2019 đến tháng 1/2020, Luckin Coffee đã cố ý làm giả hơn 300 triệu USD doanh thu bán lẻ chủ yếu thông qua các giao dịch giả với bên thứ ba nhằm nâng cao giá cổ phiếu và thu hút vốn đầu tư quốc tế. Vụ bê bối khiến Luckin bị phạt 180 triệu đô la và bị hủy niêm yết vĩnh viễn khỏi Nasdaq. Vụ việc làm dấy lên quan ngại về tính minh bạch tài chính của các công ty nước ngoài niêm yết tại Mỹ, đồng thời, thúc đẩy Mỹ siết chặt các quy định về niêm yết và kiểm toán xuyên biên giới. Nguồn: SEC (2020), "Luckin Coffee Agrees to Pay $180 Million Penalty to Settle Accounting Fraud Charges", https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-319, truy cập ngày 09/5/2025.

và kinh tế đặc thù, gắn liền với trách nhiệm giải trình và minh bạch thông tin.

Từ thực tế trên, có thể khẳng định rằng pháp luật là công cụ thiết yếu và không thể thay thế trong việc thiết lập cơ chế kiểm soát, ngăn ngừa và xử lý các hành vi vi phạm liên quan đến hoạt động NYCP. Theo đó, pháp luật không chỉ đơn thuần tạo ra giới hạn hành vi mà còn có chức năng định hình hành vi thị trường, tạo lập khuôn khổ cho các chuẩn mực ứng xử và thúc đẩy sự phát triển bền vững[90]. Đồng thời, hệ thống pháp lý càng mạnh mẽ, rõ ràng và thực thi hiệu quả thì càng giúp thu hút đầu tư, giảm chi phí vốn và thúc đẩy tăng trưởng thị trường[91]. Ở cấp độ quốc tế, nhiều chuẩn mực pháp lý đã được xây dựng nhằm hướng dẫn các quốc gia xây dựng khung pháp lý điều chỉnh hoạt động NYCP. Chẳng hạn, Nguyên tắc của IOSCO nhấn mạnh ba mục tiêu của hệ thống quy định về chứng khoán là: bảo vệ NĐT; đảm bảo thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch; giảm thiểu rủi ro hệ thống[92]. Trong đó, yêu cầu CBTT đầy đủ, chính xác và kịp thời được đặt lên hàng đầu. Các quy định về NYCP tại Hoa Kỳ (SEC), Anh (FCA) hay Singapore đều xây dựng trên nền tảng đảm bảo minh bạch và ngăn chặn hành vi lừa dối trong niêm yết.

Thứ ba, pháp luật về NYCP đóng vai trò là thiết chế cân bằng lợi ích giữa các chủ thể có vị thế khác nhau trong quan hệ NYCP, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT, duy trì kỷ cương thị trường và thúc đẩy TTCK phát triển lành mạnh, bền vững.

Hoạt động NYCP là một quá trình pháp lý - tài chính phức tạp, không chỉ liên quan đến việc đưa cổ phiếu lên giao dịch trên TTCK tập trung mà còn là điểm giao thoa của nhiều mối quan hệ pháp lý đan xen giữa các chủ thể trong nước và quốc tế. Theo Lý thuyết Đại diện, những xung đột lợi ích tiềm ẩn trong mối quan hệ giữa các bên trong hoạt động NYCP, đặc biệt là giữa công ty phát hành và NĐT ngày càng trở nên phức tạp hơn trong môi trường thị trường vốn toàn cầu do thông tin bất đối xứng, khác biệt pháp lý và khoảng cách địa lý làm gia tăng chi phí đại diện và nguy cơ rủi ro cho NĐT[93]. Trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính và chuyển đổi số, các quan hệ pháp lý này ngày càng mang tính xuyên biên giới và kỹ thuật cao, đòi hỏi một hệ thống pháp luật không chỉ rõ ràng, minh bạch mà còn có khả năng tương thích với các chuẩn mực quốc tế.

Với đặc thù và tính phức tạp của các quan hệ phát sinh từ hoạt động NYCP, có thể thấy rõ yêu cầu cấp thiết về việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật điều chỉnh theo hướng đồng bộ, đầy đủ và phù hợp với thông lệ quốc tế. Pháp luật cần đóng vai trò là thiết chế giúp cân bằng lợi ích giữa các chủ thể có vị thế khác nhau, đồng thời duy trì kỷ cương thị trường và thúc đẩy sự phát triển lành mạnh, bền vững. Các nghiên cứu của

---

[90] Ogus, A. J. (2004), *Tlđd*

[91] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy, Volume 106, Issue 6, Pp. 1113 – 1155,* https://doi.org/10.1086/250042, truy cập ngày 30/12/2024.

[92] IOSCO (2017), *Tlđd,* p.3.

[93] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), Tlđd.

Coffee (1999)[94] và Gilson (2001)[95] chỉ ra rằng sự thiếu hụt khung pháp lý toàn diện và đồng bộ trong điều chỉnh các quan hệ phát sinh từ hoạt động niêm yết là một trong những nguyên nhân chính gây ra mất niềm tin vào TTCK tại nhiều quốc gia đang phát triển. Một ví dụ tiêu biểu là cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997[96], trong đó những lỗ hổng trong QTCT niêm yết, giám sát pháp lý và CBTT đã làm trầm trọng hóa sự sụp đổ của thị trường. Không chỉ ở cấp độ quốc gia, những chuẩn mực quốc tế của OECD hay các Nguyên tắc của IOSCO đều yêu cầu hệ thống pháp luật quốc gia phải điều chỉnh toàn diện các mối quan hệ giữa các chủ thể trong TTCK, đặc biệt là nghĩa vụ minh bạch, trách nhiệm giải trình của CTNY và quyền tiếp cận thông tin của NĐT. Điều này không chỉ giúp thị trường vận hành công bằng và hiệu quả mà còn là điều kiện căn cốt để thu hút dòng vốn đầu tư xuyên quốc gia, đặc biệt là từ các tổ chức tài chính quốc tế.

Theo Lý thuyết Bảo vệ NĐT, hệ thống pháp luật càng đầy đủ và dễ thực thi thì càng giảm được rủi ro cho NĐT, tăng niềm tin vào thị trường và từ đó thúc đẩy huy động vốn cho doanh nghiệp[97]. Một hệ thống pháp lý chưa đầy đủ hoặc thiếu tính tương thích với tiêu chuẩn quốc tế không những làm gia tăng rủi ro pháp lý cho các bên mà còn cản trở dòng vốn nước ngoài - vốn ngày càng đóng vai trò chủ đạo trong các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Bên cạnh đó, trong bối cảnh hội nhập kinh tế sâu rộng và việc tham gia các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới như CPTPP hay EVFTA, Việt Nam có nghĩa vụ điều chỉnh các quy định pháp luật nội địa về chứng khoán, bao gồm cả hoạt động NYCP, theo hướng tiệm cận với các chuẩn mực toàn cầu. Đây không chỉ là yêu cầu mang tính pháp lý mà còn là cơ hội để nâng cao vị thế của TTCK Việt Nam trong mắt NĐT quốc tế.

Cuối cùng, sự đồng bộ và thống nhất của hệ thống pháp luật còn tạo điều kiện thuận lợi cho cơ quan quản lý nhà nước trong việc thực thi pháp luật, kiểm tra, thanh tra và xử lý vi phạm, qua đó bảo đảm hiệu quả quản lý thị trường và củng cố niềm tin xã hội vào công cụ điều tiết của Nhà nước. Từ đó, có thể khẳng định rằng pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP không chỉ là yêu cầu tất yếu khách quan mà còn là trụ cột pháp

---

[94] Coffee, J. C. (1999), "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review*, Volume 93, Issue 3, pp. 641 - 708.

[95] Gilson, R. J. (2001), "*Globalizing corporate governance: Convergence of form or function", American Journal of Comparative Law*, Volume 49, Issue 2, pp. 329 - 357.

[96] Cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997 bắt đầu tại Thái Lan khi nước này buộc phải thả nổi đồng baht do cạn kiệt dự trữ ngoại hối. Từ đó, khủng hoảng lan rộng nhanh chóng sang các nền kinh tế khác như Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia và Philippines, gây ra thiệt hại sâu rộng cho khu vực. Theo phân tích của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), nguyên nhân cốt lõi của khủng hoảng nằm ở sự gia tăng quá mức và thiếu kiểm soát của dòng vốn ngắn hạn, hệ thống tài chính yếu kém cùng nỗ lực duy trì cơ chế tỷ giá cố định không bền vững. Hệ quả là đồng tiền các nước mất giá nghiêm trọng, hàng loạt ngân hàng và doanh nghiệp rơi vào tình trạng phá sản và tăng trưởng kinh tế suy giảm mạnh. Đáp lại, IMF đã triển khai các gói cứu trợ tài chính lớn đi kèm với các điều kiện cải cách cơ cấu tài chính, tăng cường giám sát và minh bạch thị trường nhằm ổn định lại nền kinh tế khu vực. Nguồn: IMF (1998), "The Asian Crisis: Causes and Cures", *IMF's World Economic Outlook*, June 1998, Volume 35, Number 2, https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm, truy cập ngày 09/5/2025.

[97] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998), Tlđd.

lý bảo đảm cho sự ổn định và phát triển bền vững của thị trường tài chính trong thời đại toàn cầu hóa.

1.2.3. Nguyên tắc điều chỉnh của pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Với tất cả những vai trò quan trọng đã được phân tích, pháp luật về NYCP cần phải được được định hình và điều tiết bởi những nguyên tắc nền tảng đóng vai trò như "xương sống" lý luận của hệ thống pháp luật về NYCP, là chuẩn mực để xây dựng các điều kiện, xác lập địa vị pháp lý, quy định các quyền và nghĩa vụ của các chủ thể tham gia. Ở mức độ khái quát, có thể cho rằng pháp luật về NYCP phải tuân thủ một số nguyên tắc cơ bản sau đây:

Thứ nhất, nguyên tắc công khai và minh bạch.

Nguyên tắc này là một trong những tư tưởng rường cột, là nền tảng của pháp luật về NYCP, phản ánh bản chất pháp lý - kinh tế của việc đưa chứng khoán vào giao dịch trên thị trường tập trung. Trong môi trường mà thông tin đóng vai trò quyết định trong việc định giá tài sản và ra quyết định đầu tư, yêu cầu minh bạch hóa thông tin không chỉ nhằm đảm bảo hiệu quả vận hành của thị trường mà còn là điều kiện tối thiểu để bảo vệ quyền lợi chính đáng của NĐT. Theo Bộ Nguyên tắc Điều tiết TTCK của IOSCO, một trong ba mục tiêu cốt lõi của việc điều tiết TTCK chính là *"đảm bảo thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch"*[98]. Bộ nguyên tắc này đặc biệt nhấn mạnh, đối với hoạt động NYCP, nghĩa vụ CBTT cần được thiết kế không chỉ vì mục tiêu tuân thủ luật lệ mà còn để định hình hành vi minh bạch như một chuẩn mực thị trường.

Về mặt lý luận, nguyên tắc này phản ánh trực tiếp nội dung của Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, theo đó các bên tham gia thị trường (đặc biệt là NĐT) luôn bị thiệt thòi do không có quyền truy cập bình đẳng vào thông tin nội bộ của doanh nghiệp[99]. Việc buộc các DNNY phải công khai báo cáo tài chính, chiến lược kinh doanh, cấu trúc sở hữu và rủi ro hoạt động chính là cách mà pháp luật "hóa giải" tình trạng bất cân xứng thông tin, từ đó thúc đẩy sự hình thành một thị trường hiệu quả theo đúng nghĩa mà lý thuyết này đề cập[100].

Chỉ thị Minh bạch (Transparency Directive 2004/109/EC) của Liên minh châu Âu yêu cầu các công ty có chứng khoán niêm yết tại EU phải công bố báo cáo tài chính hàng năm và giữa niên độ, báo cáo QTCT cũng như thông tin về cổ đông lớn và các giao dịch nội bộ[101]. Những yêu cầu này được chuẩn hóa nhằm tạo ra một mặt bằng thông tin chung, chống lại các hành vi lạm dụng thị trường. Tại Hoa Kỳ, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) thiết lập chế độ báo cáo công khai chặt chẽ thông qua các biểu mẫu, được xem là hình mẫu quốc tế cho quản lý thông tin của CTĐC. Kinh nghiệm của các

---

[98] IOSCO (2017), *Tlđd*.

[99] Akerlof, G. A. (1970), Tlđd.

[100] Fama, E. F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Pp. 383–417, https://doi.org/10.2307/2325486, truy cập ngày 15/3/2025.

[101] European Parliament and Council (2004), *Transparency Directive 2004/109/EC*, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32004L0109, truy cập ngày 01/4/2025.

nước phát triển cho thấy rằng, sự minh bạch càng được thể hiện mạnh mẽ thì càng giảm thiểu rủi ro thị trường, nâng cao mức độ tin cậy và thu hút dòng vốn dài hạn. Phản ánh nhận định này, Báo cáo Doing Business năm 2020 của World Bank cũng ghi nhận tương quan rõ ràng giữa yêu cầu công khai thông tin của CTNY và chỉ số bảo vệ NĐT thiểu số, phản ánh mức độ phát triển bền vững của TTCK[102].

Thứ hai, nguyên tắc công bằng và không phân biệt đối xử.

Nguyên tắc này đặt ra yêu cầu đối với pháp luật trong việc đối xử bình đẳng giữa các chủ thể tham gia hoạt động NYCP, đặc biệt là giữa các nhóm NĐT, bao gồm NĐT tổ chức và NĐT cá nhân, cổ đông lớn và cổ đông thiểu số, NĐT trong nước và NĐT nước ngoài. Nguyên tắc này cũng là nền tảng để duy trì niềm tin vào tính trung lập của TTCK và ngăn chặn các hành vi thao túng vị thế thị trường vì lợi ích riêng biệt.

Theo Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), thị trường cổ phiếu cần bảo đảm cơ chế hình thành giá công bằng, hiệu quả, cùng với việc công bố đồng thời thông tin trọng yếu cho tất cả cổ đông và bảo đảm NĐT được tiếp cận thông tin một cách bình đẳng, kịp thời, đáng tin cậy để thực hiện quyền sở hữu và quyền biểu quyết[103]. Việc tuân thủ nguyên tắc này giúp đảm bảo rằng NĐT nhỏ không bị lép vế trước các nhóm cổ đông chi phối, đồng thời củng cố sự toàn vẹn của thị trường. Từ góc nhìn lý luận, nguyên tắc công bằng và không phân biệt đối xử được đặt ra trên nền Lý thuyết Bảo vệ NĐT, mà theo đó, để khuyến khích sự tham gia rộng rãi và bền vững vào thị trường vốn, hệ thống pháp luật phải chủ động thiết kế cơ chế ngăn chặn các hành vi chiếm đoạt tài sản hoặc lợi ích thông qua việc lạm dụng vị trí kiểm soát[104]. Điều này đòi hỏi pháp luật về NYCP phải bảo đảm rằng mọi NĐT, bất kể quy mô nắm giữ cổ phần, đều có cơ hội tiếp cận thông tin như nhau, thực hiện quyền biểu quyết công bằng và được bảo vệ trước các quyết định có nguy cơ thiệt hại từ bên trong doanh nghiệp.

Pháp luật quốc tế ghi nhận nguyên tắc này qua các cơ chế bắt buộc như: yêu cầu công bố đồng đều theo hệ thống của Hoa Kỳ (SEC Regulation FD - Fair Disclosure); quy định chống lạm dụng thị trường theo Market Abuse Regulation (MAR) tại Liên minh châu Âu hoặc nghĩa vụ công khai lợi ích cổ đông kiểm soát trong hệ thống của Nhật Bản và Singapore. Tất cả đều hướng tới việc thiết lập một "sân chơi" công bằng. Đồng thời, việc thực thi nguyên tắc này cũng là tiền đề để phát triển một thị trường vốn toàn diện, trong đó quyền lợi của NĐT thiểu số và NĐT nước ngoài được bảo vệ một cách thực chất. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, ở các thị trường mà pháp luật về niêm yết và giao dịch cổ phiếu đảm bảo tính công bằng thì mức độ tham gia của NĐT cá nhân và vốn ngoại thường cao hơn, đồng thời, chi phí vốn của doanh nghiệp phát

---

[102] World Bank, (2020), *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies,* https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/32436, truy cập ngày 01/4/2025.
[103] OECD (2023), *Tlđd.*
[104] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (2000), Tlđd.

hành thường thấp hơn[105].

Thứ ba, nguyên tắc bảo vệ quyền lợi NĐT.

Bảo vệ quyền lợi NĐT, đặc biệt là NĐT thiểu số, là nguyên tắc trung tâm trong cấu trúc điều tiết của TTCK hiện đại. Trong pháp luật về NYCP, nguyên tắc này không chỉ cần được thể hiện qua yêu cầu tuân thủ chuẩn mực CBTT mà còn thông qua việc thiết lập các cơ chế pháp lý nhằm ngăn ngừa xung đột lợi ích, lạm dụng vị trí chi phối và hành vi gian lận từ phía doanh nghiệp phát hành hoặc các cổ đông kiểm soát.

Về mặt lý luận, nguyên tắc này xuất phát trực tiếp từ Lý thuyết Bảo vệ NĐT, theo đó, mức độ bảo vệ pháp lý dành cho NĐT là một trong những nhân tố quan trọng nhất để giải thích sự phát triển của thị trường vốn[106]. Ở thị trường này, mối quan hệ giữa cổ đông thiểu số và ban lãnh đạo hoặc cổ đông kiểm soát luôn tiềm ẩn nguy cơ chiếm đoạt tài sản doanh nghiệp và bất cân xứng thông tin. Việc thiết lập các nguyên tắc bảo vệ quyền lợi NĐT chính là cơ chế pháp lý bắt buộc nhằm khuyến khích sự tham gia rộng rãi, đa dạng hóa cơ cấu cổ đông và thúc đẩy vốn hóa thị trường. Trong khuôn khổ NYCP, nguyên tắc bảo vệ quyền lợi NĐT được thể hiện dưới nhiều hình thức, từ việc thiết kế các điều kiện niêm yết đến quy định nghĩa vụ chi tiết của các bên liên quan, giao dịch nội bộ, quyền cổ đông, đặc biệt là cơ chế giải quyết tranh chấp và các biện pháp xử lý vi phạm sẽ đóng vai trò như hàng rào pháp lý chống lại những hành vi gây thiệt hại cho NĐT.

So sánh cho thấy các thị trường tài chính phát triển đều đặt yêu cầu bảo vệ quyền lợi NĐT vào vị trí ưu tiên trong thiết kế pháp luật về NYCP. Tại Hoa Kỳ, SEC yêu cầu CTNY không chỉ CBTT tài chính mà còn thông tin về QTCT, quyền biểu quyết và chính sách cổ tức - những yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến quyền lợi của cổ đông. Trong khi đó, tại Châu Âu, Chỉ thị về lạm dụng thị trường (Market Abuse Regulation - MAR) và Chỉ thị về minh bạch tài chính (Transparency Directive) cũng đều đưa ra các quy tắc nhằm ngăn ngừa hành vi thông tin nội gián, định hướng giá và các giao dịch mờ ám làm ảnh hưởng đến NĐT cá nhân. Thực tiễn đó cho thấy, việc xác lập nguyên tắc bảo vệ quyền lợi NĐT là bước đi cần thiết để củng cố niềm tin vào thị trường, khuyến khích đầu tư dài hạn và hướng đến sự phát triển bền vững của thị trường vốn trong nước.

Thứ tư, nguyên tắc kiểm soát rủi ro và an toàn thị trường.

Như đã phân tích, NYCP không chỉ là một phương thức huy động vốn mà còn là một quy trình "sàng lọc" hàng hóa chứng khoán trước khi đưa vào giao dịch tập trung. Vì vậy, nguyên tắc kiểm soát rủi ro và đảm bảo an toàn thị trường giữ vai trò trọng yếu trong thiết kế pháp luật về NYCP nhằm ngăn chặn sự tham gia của những chủ thể không

---

[105] Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008), "The law and economics of self-dealing", *Journal of Financial Economics,* Volume 88, Issue 3, Pp. 430 – 465, https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007, truy cập ngày 10/3/2025.
Claessens, S., & Laeven, L. (2003), "Financial development, property rights, and growth", *Journal of Finance,* Volume 58, Issue 6 , Pp. 2401-2436, https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00610.x, truy cập ngày 10/3/2025.
[106] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (2000), Tlđd.

đủ năng lực tài chính, thiếu minh bạch hoặc tiềm ẩn hành vi gian lận. Về mặt lý luận, nguyên tắc này gắn liền với Lý thuyết Điều tiết, theo đó sự can thiệp của Nhà nước vào thị trường tài chính là chính đáng bởi nhu cầu quản lý rủi ro hệ thống, bảo vệ lợi ích công và phòng ngừa thất bại thị trường[107]. Theo cách tiếp cận này, chủ thể điều tiết cần sử dụng các chuẩn mực pháp lý để xác định chủ thể nào đủ điều kiện tham gia thị trường, từ đó góp phần tránh lan truyền rủi ro tài chính. Nguyên tắc này hướng đến mục tiêu bảo vệ tính toàn vẹn và ổn định hệ thống - những trụ cột thiết yếu cho sự phát triển bền vững của TTCK.

Tổ chức IOSCO đã nhấn mạnh vai trò này trong các nguyên tắc liên quan đến cơ quan quản lý của Bộ nguyên tắc điều tiết TTCK, theo đó khẳng định rằng cơ quan quản lý cần cần phải độc lập về mặt hoạt động và chịu trách nhiệm trong việc thực hiện các chức năng và quyền hạn của mình; có đủ quyền hạn, nguồn lực phù hợp và năng lực cần thiết cũng như xây dựng quy trình để xác định, giám sát, giảm thiểu và quản lý rủi ro hệ thống[108]. Tại nhiều quốc gia phát triển, các SGDCK đóng vai trò chủ động trong việc sàng lọc hồ sơ niêm yết, kết hợp cùng cơ quan quản lý nhà nước để kiểm tra tính đầy đủ, chính xác và hợp lệ của thông tin. Ví dụ, tại Singapore, Sở giao dịch SGX-ST áp dụng hệ thống phân tầng kiểm soát để đánh giá rủi ro hồ sơ niêm yết, trong đó các công ty thuộc lĩnh vực nhạy cảm hoặc có lịch sử quản trị yếu sẽ chịu thẩm định sâu hơn trước khi được chấp thuận[109]. Bên cạnh đó, nhiều nước áp dụng ngưỡng điều kiện tài chính mang tính bảo đảm, chẳng hạn như yêu cầu về vốn hóa tối thiểu, tỷ lệ lợi nhuận ròng, cơ cấu cổ đông và thời gian hoạt động ổn định trước khi niêm yết. Đây là cách mà pháp luật chủ động kiểm soát rủi ro đầu vào, giúp thị trường tránh việc "phình to" không kiểm soát và giảm thiểu khả năng hình thành bong bóng tài sản từ các cổ phiếu yếu kém.

Thứ năm, nguyên tắc đảm bảo trách nhiệm giải trình và tuân thủ.

Hoạt động NYCP đưa đến một hệ quả pháp lý đặc biệt: từ thời điểm được chấp thuận niêm yết, doanh nghiệp chính thức trở thành một chủ thể có tính đại chúng, phải chịu sự giám sát liên tục từ cơ quan quản lý, thị trường và cộng đồng NĐT. Trách nhiệm pháp lý trong giai đoạn hậu niêm yết không phải chỉ thực hiện một lần mà đó là một quá trình tuân thủ kéo dài được bảo đảm bởi nghĩa vụ giải trình thường xuyên, minh bạch và kỷ luật thị trường. Nguyên tắc đảm bảo trách nhiệm giải trình và tuân thủ phản ánh trực tiếp vai trò của pháp luật trong việc duy trì kỷ cương thị trường và hạn chế nguy cơ "rủi ro đạo đức" từ phía CTNY sau khi đã huy động thành công vốn từ công chúng. Theo Lý thuyết Đại diện, một khi mối quan hệ đại diện được thiết lập, giữa ban lãnh đạo doanh nghiệp và cổ đông sẽ luôn tồn tại nguy cơ lệch pha lợi ích, đặc biệt là khi bên đại diện nắm giữ nhiều thông tin hơn và có động cơ theo đuổi lợi ích cá nhân. Do đó, hệ

---

[107] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Tlđd*.
[108] IOSCO (2017), *Tlđd*, p.4.
[109] Singapore Exchange (SGX) (2022), *Listing Rules and Risk-based Review Framework*, https://www.sgx.com/regulation/rules-and-regulations/listing-rules, truy cập ngày 03/3/2025.

thống pháp luật về NYCP cần quy định nghĩa vụ giải trình như một phương tiện kiểm soát quyền lực, giảm chi phí đại diện và tăng mức độ tuân thủ thực chất.

Trên thực tế, nhiều nghiên cứu đã cho thấy rằng hệ thống báo cáo tài chính minh bạch, CBTT kịp thời và kiểm toán độc lập có tác dụng nâng cao hiệu quả giám sát của thị trường và ngăn chặn hành vi gian lận. Theo OECD (2023), trách nhiệm giải trình của CTNY trước cổ đông và thị trường được thể hiện chủ yếu thông qua cơ chế CBTT kịp thời, chính xác về các vấn đề trọng yếu của công ty, bao gồm tình hình tài chính, kết quả hoạt động, cơ cấu sở hữu, QTCT và các yếu tố rủi ro có thể dự báo[110]. Đây không chỉ là trách nhiệm đạo đức mà là yêu cầu pháp lý bắt buộc, gắn liền với khái niệm về CTĐC trong luật tài chính hiện đại. Trong hệ thống pháp luật Hoa Kỳ, khung nghĩa vụ CBTT được thiết lập bao gồm nghĩa vụ công bố định kỳ và đột xuất. Trong khi đó, Châu Âu áp dụng Chỉ thị Minh bạch buộc DNNY phải tuân thủ lịch trình công bố và lưu trữ thông tin công khai để phục vụ công chúng đầu tư. Tại các nước có hệ thống giám sát chứng khoán chặt chẽ như Nhật Bản, Hàn Quốc hay Singapore, nghĩa vụ giải trình còn mở rộng đến trách nhiệm quản trị nội bộ, bao gồm việc thành lập các ủy ban kiểm toán, kiểm soát rủi ro và bảo mật thông tin nội bộ. Điều này phản ánh yêu cầu giải trình không chỉ là kê khai thông tin mà còn bao gồm việc chứng minh năng lực điều hành và tuân thủ của doanh nghiệp.

1.2.4. Cấu trúc nội dung của pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Như đã phân tích, pháp luật về NYCP là một hệ thống các quy phạm điều chỉnh toàn bộ quá trình xác lập, duy trì, chấm dứt và khôi phục tư cách niêm yết của cổ phiếu trên TTCK tập trung. Vì vậy, nội dung của pháp luật về NYCP cần được nhận diện theo logic vận động của quan hệ niêm yết, từ việc xác định chủ thể tham gia, điều kiện niêm yết, trình tự, thủ tục niêm yết, đến quyền và nghĩa vụ của DNNY, hủy bỏ niêm yết, đăng ký niêm yết lại và cơ chế quản lý NYCP. Cách tiếp cận này cho phép làm rõ pháp luật về NYCP không chỉ là tập hợp các quy định về thủ tục đưa cổ phiếu vào giao dịch tập trung mà còn là khuôn khổ pháp lý điều chỉnh toàn bộ vòng đời pháp lý của CPNY, gắn với yêu cầu bảo đảm chất lượng hàng hóa niêm yết, duy trì tính minh bạch, kỷ luật thị trường và bảo vệ quyền, lợi ích hợp pháp của NĐT.

1.2.2.1. Nhóm quy định pháp luật về chủ thể tham gia niêm yết cổ phiếu

Thị trường vốn hiện đại là một hệ sinh thái phức tạp với sự tham gia của rất nhiều chủ thể có quyền lợi và nghĩa vụ đan xen. Việc phân định rõ địa vị pháp lý, chức năng và giới hạn trách nhiệm của từng chủ thể tham gia quá trình NYCP không chỉ bảo đảm tính minh bạch và hiệu lực điều chỉnh của hệ thống pháp luật mà còn tạo cơ sở cho việc thiết kế các cơ chế giám sát, phối hợp và kiểm soát rủi ro thị trường. Thực tiễn cho thấy đây là một quá trình liên kết nhiều tầng nấc, với sự tham gia và phối hợp của ba nhóm chủ thể chính: (i) Chủ thể thực hiện NYCP, (ii) Chủ thể tổ chức và quản lý NYCP, (iii)

[110] OECD (2023), *Tlđd.*

Chủ thể trung gian hỗ trợ và phục vụ NYCP. Cùng với đó, NĐT và công chúng tuy không trực tiếp tham gia vận hành quy trình nhưng lại là đối tượng bị ảnh hưởng sâu sắc nhất, và do đó, được coi là đối tượng thụ hưởng chính của hệ thống pháp luật về NYCP.

Sự cần thiết phải có các quy định pháp luật về chủ thể tham gia NYCP xuất phát từ chính tính chất phức tạp và vai trò quan trọng của thị trường CPNY. Thậm chí, việc xác định chính xác và thiết lập những điều chỉnh pháp lý đối với các chủ thể tham gia hoạt động NYCP cần được coi là công đoạn đầu tiên, mang tính kiến tạo trong quá trình xây dựng cấu trúc của pháp luật về NYCP. Ngược lại, nếu thiếu vắng một hệ thống quy phạm xác lập rõ ràng tư cách pháp lý, chức năng, quyền và nghĩa vụ của từng chủ thể sẽ dẫn đến sự nhập nhằng trong phân bổ trách nhiệm, tạo điều kiện cho hành vi né tránh chế tài hoặc xung đột lợi ích không kiểm soát được. Dưới góc nhìn của Lý thuyết Điều tiết, đây là biểu hiện của "thất bại điều tiết" (regulatory failure) - khi luật pháp không xác định rõ ràng chủ thể thực hiện và chủ thể chịu trách nhiệm[111]. Trong khi đó, theo Lý thuyết Đại diện, nếu không có sự phân cấp trách nhiệm và quy tắc giải trình rõ ràng, mối quan hệ giữa các bên, đặc biệt là giữa doanh nghiệp phát hành và NĐT, sẽ luôn tiềm ẩn nguy cơ bị thao túng do bất cân xứng thông tin hoặc lợi ích[112].

Vì vậy, nhóm quy định về chủ thể tham gia niêm yết cần được thiết kế đầy đủ, bao gồm: (i) Các quy định về địa vị pháp lý của doanh nghiệp thực hiện NYCP; (ii) Các quy định về thẩm quyền, phạm vi hoạt động và trách nhiệm của các cơ quan tổ chức và quản lý NYCP; (iii) Các quy định về tư cách hành nghề, giới hạn trách nhiệm và nghĩa vụ minh bạch thông tin của các chủ thể trung gian cũng như các cơ chế kiểm soát xung đột lợi ích giữa các chủ thể trong quá trình niêm yết. Đặc biệt, pháp luật cần thiết lập nghĩa vụ trung thực, khách quan và độc lập chuyên môn cho các tổ chức cung cấp dịch vụ kiểm toán, thẩm định và CBTT, nhằm hạn chế tình trạng "chạy theo khách hàng" hoặc thông đồng lợi ích - vốn là nguyên nhân phổ biến dẫn đến các cuộc khủng hoảng niềm tin thị trường.

Thông lệ quốc tế nhấn mạnh rằng hệ thống quy phạm pháp luật chứng khoán cần phân định rõ vai trò, chức năng và cơ chế phối hợp giữa các chủ thể tham gia niêm yết. Bộ Nguyên tắc Điều tiết của IOSCO (2017) yêu cầu các quốc gia xây dựng cơ chế điều chỉnh tương ứng với từng nhóm chủ thể, bao gồm cả cơ quan quản lý, sở giao dịch và tổ chức trung gian, gắn với cơ chế giám sát và xử phạt độc lập[113]. Tương tự, Nguyên tắc số I.C của OECD (2023) khẳng định rằng, việc phân chia trách nhiệm giữa các cơ quan chức năng và các tổ chức tự quản khác nhau cần được xác định rõ ràng và được thiết kế để phục vụ lợi ích công cộng; qua đó đảm bảo trách nhiệm giám sát và thực thi pháp luật của từng chủ thể phải được xác định rõ ràng, tôn trọng và vận dụng hiệu quả nhất[114].

---

[111] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Tlđd*.
[112] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), Tlđd.
[113] IOSCO (2017), *Tlđd*.
[114] OECD (2023), *Tlđd.*

Tóm lại, việc thiết lập nhóm quy định pháp luật về chủ thể tham gia NYCP không chỉ mang tính kỹ thuật lập pháp mà còn là yếu tố cấu thành nền tảng để hệ thống pháp luật về NYCP vận hành hiệu quả. Đây là nhóm quy định có tính chất khởi điểm, gắn liền với logic tổ chức của toàn bộ hệ thống và cần được xây dựng trên cơ sở nguyên tắc phân cấp chức năng, ràng buộc trách nhiệm và tương thích với thông lệ quốc tế.

1.2.2.2. Nhóm quy định pháp luật về điều kiện niêm yết cổ phiếu

Trong cấu trúc của pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP, hệ thống quy định về điều kiện niêm yết giữ vai trò sàng lọc và lựa chọn những chủ thể có năng lực tài chính, quản trị và minh bạch thông tin phù hợp để tham gia thị trường giao dịch tập trung. Với vai trò đó, nhóm quy định này không chỉ bảo vệ tính an toàn của thị trường và quyền lợi của NĐT mà còn góp phần củng cố chất lượng hàng hóa chứng khoán, tăng tính thanh khoản và nâng cao niềm tin vào tính chính danh của thị trường vốn. Do đó, việc đặt ra các điều kiện niêm yết còn phản ánh tư duy lập pháp về kiểm soát rủi ro đầu vào và nâng cao tiêu chuẩn thị trường. Theo Lý thuyết Điều tiết, việc Nhà nước sử dụng các ngưỡng điều kiện pháp lý để kiểm soát quyền gia nhập thị trường là phương thức điều tiết chủ động, nhằm loại trừ từ đầu những tổ chức có tiềm ẩn bất ổn về tài chính, quản trị hoặc đạo đức kinh doanh[115]. Đồng thời, theo cách tiếp cận của Lý thuyết Tín hiệu, việc công ty chấp nhận tuân thủ các điều kiện khắt khe khi niêm yết là cách phát đi tín hiệu tích cực về chất lượng và độ tin cậy của chính doanh nghiệp phát hành[116]. Đây là cơ chế truyền thông gián tiếp nhưng hữu hiệu gửi đến thị trường và NĐT.

Hệ thống quy định về điều kiện niêm yết thường bao gồm ba nhóm: (i) Các điều kiện về năng lực tài chính của doanh nghiệp phát hành như: mức vốn điều lệ tối thiểu, tỷ suất lợi nhuận, cơ cấu nợ và khả năng thanh toán…; (ii) Các điều kiện về năng lực quản trị và tuân thủ, bao gồm: số lượng cổ đông tối thiểu, tỷ lệ cổ phần tự do chuyển nhượng (free-float), hệ thống kiểm soát nội bộ, lịch sử hoạt động và tính tuân thủ trong báo cáo tài chính đã được kiểm toán; (iii) Các điều kiện về cơ chế CBTT và minh bạch, như: nghĩa vụ lập báo cáo tài chính theo chuẩn mực quốc tế, công khai cơ cấu cổ đông lớn, giao dịch với bên liên quan và các rủi ro hoạt động trọng yếu... Khi được thiết kế hợp lý và vận hành minh bạch, các tiêu chí này sẽ vừa đóng vai trò là hàng rào kỹ thuật để kiểm soát rủi ro, vừa tạo ra động lực cải thiện chất lượng QTCT trước khi niêm yết.

Thông lệ quốc tế cho thấy rằng hầu hết các TTCK phát triển đều áp dụng hệ thống điều kiện niêm yết mang tính phân loại cao, có sự phân biệt giữa các sàn giao dịch và quy mô công ty. Chẳng hạn, SGDCK New York (NYSE) yêu cầu doanh nghiệp phải đạt mức lợi nhuận trước thuế ít nhất 10 triệu USD trong ba năm gần nhất, kèm theo yêu cầu tối thiểu về vốn hóa và cổ phiếu lưu hành tự do. Trong khi đó, Sở giao dịch Singapore (SGX) thiết kế ba lựa chọn với yêu cầu khác nhau - phản ánh sự linh hoạt và chiến lược

[115] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Tlđd*.
[116] Spence, M. (1973), Tlđd.

phân loại doanh nghiệp theo năng lực tài chính và triển vọng phát triển. Điều này cho thấy tính thiết kế có chọn lọc của pháp luật về NYCP, vừa mang tính kiểm soát, vừa mang tính khuyến khích, định hướng.

Theo OECD (2023), hệ thống điều kiện niêm yết cần đảm bảo không chỉ là khả năng tiếp cận thị trường vốn mà còn là năng lực duy trì tuân thủ nghĩa vụ CBTT và bảo vệ cổ đông thiểu số[117] - những yếu tố được xem là cốt lõi của một thị trường vốn lành mạnh. Từ có có thể thấy, việc hoàn thiện nhóm quy định về điều kiện NYCP đóng vai trò trọng yếu, cần được thiết kế theo hướng định lượng rõ ràng, định tính cụ thể, có khả năng kiểm chứng và phân hóa theo nhóm doanh nghiệp sẽ là tiền đề quan trọng để nâng cao chất lượng hàng hóa chứng khoán, ổn định thị trường và bảo vệ lợi ích của NĐT.

1.2.2.3. Nhóm quy định pháp luật về trình tự, thủ tục niêm yết cổ phiếu

Nhóm quy định về trình tự, thủ tục NYCP đóng vai trò là khung vận hành kỹ thuật nhằm bảo đảm quá trình niêm yết được thực hiện minh bạch, có kiểm soát, theo đúng logic pháp lý và phù hợp với mục tiêu bảo vệ thị trường. Đây là nhóm quy định mang tính chất hình thức - thủ tục song lại có vai trò trọng yếu trong việc hiện thực hóa các nguyên tắc của pháp luật chứng khoán, nhất là nguyên tắc công khai và minh bạch, nguyên tắc kiểm soát rủi ro và nguyên tắc bảo vệ NĐT. Xét về chức năng, nhóm quy định này không chỉ hướng đến việc hướng dẫn doanh nghiệp làm đúng thủ tục mà còn là công cụ pháp lý để cơ quan quản lý và SGDCK thực hiện vai trò giám sát đầu vào của chứng khoán, nghĩa là giám sát từ trước khi cổ phiếu chính thức được phép niêm yết. Đồng thời, nhóm quy định này còn góp phần giúp các chủ thể thực hiện NYCP thể hiện khả năng tuân thủ, mức độ cam kết thực thi khi quyết định tham gia thị trường CPNY. Theo Lý thuyết Điều tiết, đây là giai đoạn mang tính kiểm soát dự phòng và Nhà nước đóng vai trò như "người gác cổng thể chế" nhằm bảo đảm rằng chỉ những chủ thể có năng lực và minh bạch thực sự mới được tham gia vào không gian thị trường vốn công khai[118]. Từ góc độ Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, việc thiết lập một quy trình rõ ràng, có sự tham gia của các tổ chức các tổ chức trung gian và cơ quan quản lý có tác dụng làm giảm rủi ro về sự chênh lệch thông tin giữa doanh nghiệp và NĐT, tạo ra một quy trình chuẩn để kiểm định thông tin một cách công khai, minh bạch và khách quan[119].

Một quy trình NYCP hiệu quả và chặt chẽ thường bao gồm các bước sau: (i) Chuẩn bị hồ sơ NYCP và lựa chọn thị trường phù hợp; (ii) Đánh giá và xác nhận thông tin trong hồ sơ NYCP bởi tổ chức trung gian; (iii) Nộp hồ sơ chính thức tới SGDCK; (iv) SGDCK tiến hành thẩm tra hồ sơ NYCP; (v) Ra quyết định chấp thuận hoặc từ chối hồ sơ NYCP; (vi) Công ty chính thức đưa cổ phiếu lên niêm yết, thực hiện các thủ tục CBTT.

Thông lệ quốc tế cho thấy việc tiêu chuẩn hóa quy trình NYCP không chỉ có tác dụng bảo vệ thị trường mà còn tạo ra tính dự đoán được và an toàn pháp lý cho doanh

---

[117] OECD (2023), *Tlđd.*
[118] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Tlđd*.
[119] Akerlof, G. A. (1970), Tlđd.

nghiệp phát hành. Ví dụ, SEC (Hoa Kỳ) yêu cầu hồ sơ IPO phải tuân thủ quy định công bố theo mẫu đăng ký chi tiết, đồng thời doanh nghiệp phải trả lời câu hỏi rà soát của SEC trước khi được cấp phép. Liên minh châu Âu, thông qua Quy chế Bản cáo bạch (Prospectus Regulation), cũng áp dụng hệ thống kiểm soát theo mức độ rủi ro của doanh nghiệp, đồng thời quy định thời hạn bắt buộc trong việc tiếp nhận, xử lý và trả lời hồ sơ. Trong các hệ thống này, thủ tục NYCP là một chuỗi các bước có thẩm định, xác minh và phê duyệt lồng ghép, phản ánh sự kết hợp giữa các nguyên tắc điều tiết của Nhà nước và yêu cầu kỹ thuật về tài chính, kế toán, kiểm toán... Như vậy, nhóm quy định này là một cấu phần đặc biệt quan trọng, mang tính kỹ thuật nhưng đóng vai trò không thể thay thế trong việc kiểm soát rủi ro, đảm bảo minh bạch cho một thị trường vốn hiện đại, đáng tin cậy và phù hợp với thông lệ quốc tế.

1.2.2.4. Nhóm quy định pháp luật về quyền và nghĩa vụ của doanh nghiệp niêm yết

Sau khi tư cách pháp lý của chủ thể thực hiện NYCP được xác định, pháp luật cần tiếp tục làm rõ địa vị pháp lý của DNNY thông qua hệ thống quyền và nghĩa vụ pháp lý phát sinh trong suốt quá trình doanh nghiệp duy trì tư cách niêm yết. Do đó, nhóm quy định này vừa bảo đảm các quyền hợp pháp của DNNY khi tham gia thị trường giao dịch tập trung, vừa ràng buộc trách nhiệm của tổ chức niêm yết trong việc duy trì tính minh bạch, kỷ luật thị trường và bảo vệ lợi ích của NĐT. Đây cũng là cơ sở pháp lý để duy trì sự hiện diện hợp pháp, đáng tin cậy và có trách nhiệm của doanh nghiệp trên TTCK tập trung, đồng thời tạo công cụ cho cơ quan quản lý trong việc giám sát, đánh giá và xử lý các hành vi vi phạm.

Pháp luật về NYCP trước hết cần ghi nhận các quyền cơ bản của DNNY nhằm xác lập địa vị pháp lý tương xứng của doanh nghiệp khi tham gia TTCK tập trung. Việc cổ phiếu được niêm yết không chỉ làm phát sinh các yêu cầu tuân thủ chặt chẽ hơn mà trước hết, cần trao cho doanh nghiệp những quyền và lợi ích pháp lý nhất định, chẳng hạn như: quyền được đưa cổ phiếu vào giao dịch trên SGDCK, quyền tiếp cận rộng rãi hơn với công chúng đầu tư, quyền huy động vốn thông qua thị trường, quyền được đối xử công bằng, minh bạch trong quá trình xem xét hồ sơ, duy trì niêm yết, hủy niêm yết hoặc niêm yết lại. Các quyền này là cơ sở khuyến khích doanh nghiệp tham gia thị trường vốn có tổ chức, nâng cao chuẩn mực quản trị và gia tăng khả năng tiếp cận nguồn lực tài chính. Về mặt lý luận, nhóm quy định về quyền của DNNY cần được thiết kế như tiền đề cho việc xác lập các nghĩa vụ tương ứng sau niêm yết. Chỉ khi quyền của DNNY được bảo đảm rõ ràng, minh bạch và có khả năng thực thi, pháp luật về NYCP mới tạo được sự cân bằng giữa khuyến khích doanh nghiệp thực hiện NYCP và yêu cầu quản lý, giám sát thị trường.

Cùng với các quyền năng được pháp luật ghi nhận và bảo đảm, DNNY đồng thời phải thực hiện hệ thống nghĩa vụ pháp lý tương ứng nhằm duy trì tính minh bạch, kỷ luật thị trường, bảo vệ NĐT và bảo đảm sự vận hành công bằng, hiệu quả của TTCK tập trung. Theo Lý thuyết Đại diện, sau khi cổ phiếu được niêm yết, mối quan hệ giữa cổ

đông và ban điều hành công ty bước vào giai đoạn phức tạp hơn do gia tăng khoảng cách quyền lực, sự phân tán sở hữu và mức độ bất cân xứng thông tin. Chính vì vậy, pháp luật cần thiết lập một hệ thống nghĩa vụ cụ thể, rõ ràng và có khả năng cưỡng chế nhằm buộc tổ chức niêm yết phải liên tục duy trì sự minh bạch, trung thực và trách nhiệm giải trình đối với cổ đông và công chúng đầu tư. Thiếu vắng hoặc buông lỏng nhóm quy định này sẽ dẫn đến sự "tha hóa" trong hành vi quản trị, làm gia tăng nguy cơ lạm dụng thông tin nội bộ, thao túng giá cổ phiếu, hoặc vi phạm nghĩa vụ CBTT. Chẳng hạn, nghĩa vụ của DNNY cần được thiết kế dựa trên nguyên tắc CBTT đầy đủ và kịp thời, gắn với các chuẩn mực quốc tế, điển hình như Bộ Nguyên tắc của IOSCO (2017), theo đó: *"Tổ chức phát hành cần phải công bố đầy đủ, chính xác và kịp thời các kết quả tài chính, rủi ro và các thông tin khác có ý nghĩa quan trọng đối với quyết định của NĐT"*[120]. Tương tự, OECD (2023) nhấn mạnh rằng việc duy trì kỷ luật CBTT là nền tảng cho QTCT hiệu quả và bảo vệ quyền lợi cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số[121]. Từ thực tiễn các thị trường phát triển cho thấy, việc thực thi nghiêm túc nhóm nghĩa vụ này không chỉ giúp ngăn ngừa vi phạm mà còn nâng cao giá trị thương hiệu, khả năng tiếp cận vốn và niềm tin của NĐT vào tổ chức niêm yết.

Hệ thống quy định về nghĩa vụ của DNNY thường bao gồm các nhóm nghĩa vụ chính sau: (i) Nghĩa vụ CBTT định kỳ, bất thường và theo yêu cầu; (ii) Nghĩa vụ duy trì điều kiện niêm yết; (iii) Nghĩa vụ đảm bảo chất lượng QTCT; (iv) Nghĩa vụ phối hợp và tuân thủ giám sát của cơ quan quản lý… Một cách tổng quát, có thể cho rằng nhóm quy định về quyền và nghĩa vụ của tổ chức NYCP là một trong những yếu tố cốt lõi để duy trì sự vận hành công bằng và hiệu quả của TTCK. Việc thiết kế các quy phạm này phải đảm bảo nguyên tắc minh bạch, khả thi và phù hợp với thông lệ quốc tế nhằm hướng đến mục tiêu ổn định thị trường, bảo vệ NĐT và nâng cao chất lượng hàng hóa cổ phiếu trên thị trường vốn.

1.2.2.5. Nhóm quy định pháp luật về hủy bỏ niêm yết cổ phiếu và đăng ký niêm yết lại

Nhóm quy định về hủy NYCP và niêm yết lại cần được xác lập như một bộ phận trong cấu trúc pháp luật về NYCP bởi lẽ đây là nhóm quy phạm điều chỉnh các quan hệ xã hội diễn ra trong giai đoạn chấm dứt hoặc khôi phục tư cách niêm yết của cổ phiếu trên TTCK tập trung. Nếu điều kiện niêm yết là bước sàng lọc đầu vào thì hủy niêm yết là cơ chế sàng lọc sau niêm yết nhằm tạo điều kiện cho doanh nghiệp chủ động chấm dứt tư cách pháp lý DNNY của mình (trong trường hợp hủy niêm yết tự nguyện) hoặc nhằm loại bỏ các cổ phiếu không còn đáp ứng tiêu chuẩn, DNNY vi phạm nghiêm trọng nghĩa vụ hoặc gây rủi ro cho NĐT (trong trường hợp hủy niêm yết bắt buộc). Cùng với đó, quy định về niêm yết lại tạo cơ hội tái gia nhập thị trường cho doanh nghiệp sau khi đã khắc phục các nguyên nhân dẫn đến việc bị hủy niêm yết và đáp ứng lại các tiêu chuẩn pháp lý cần thiết.

---

[120] IOSCO (2017), *Tlđd*.
[121] OECD (2023), *Tlđd.*

Theo IOSCO, mục tiêu cốt lõi của pháp luật về chứng khoán và TTCK là bảo vệ NĐT, bảo đảm thị trường công bằng, hiệu quả, minh bạch và giảm thiểu rủi ro hệ thống[122]. Vì vậy, nhóm quy định pháp luật về hủy niêm yết và niêm yết lại cần được nhìn nhận như công cụ bảo vệ chất lượng của thị trường CPNY, bao gồm các quy định về: căn cứ hủy niêm yết bắt buộc; điều kiện và thủ tục hủy niêm yết tự nguyện; quyền, nghĩa vụ và trách nhiệm CBTT của DNNY; thẩm quyền của SGDCK, UBCKNN; cơ chế bảo vệ NĐT khi hủy niêm yết; điều kiện, thời hạn và thủ tục đăng ký niêm yết lại.

1.2.2.6. Nhóm quy định pháp luật về quản lý niêm yết cổ phiếu

Khi cổ phiếu đã chính thức được niêm yết và giao dịch trên TTCK tập trung, mối quan hệ pháp lý giữa CTNY và NĐT không còn dừng lại ở hành vi phát hành mà chuyển sang một giai đoạn dài hạn: QTCT hiệu quả, CBTT đầy đủ và tuân thủ liên tục các chuẩn mực thị trường. Do đó, pháp luật về NYCP không thể chỉ dừng lại ở giai đoạn tiền niêm yết mà cần thiết lập một hệ thống quy phạm điều chỉnh toàn bộ quá trình hậu niêm yết.

Từ góc độ lý luận, nhóm quy định về quản lý NYCP phản ánh rõ nguyên tắc trách nhiệm giải trình và cơ chế kiểm soát quyền lực theo Lý thuyết Đại diện. Sau khi niêm yết, ban lãnh đạo công ty trở thành người đại diện cho hàng nghìn cổ đông công khai, với khả năng tác động đến tài sản của cổ đông thông qua các quyết định quản trị, đầu tư và điều hành. Do đó, pháp luật cần thiết lập một hệ thống nghĩa vụ CBTT, chế độ báo cáo tài chính, quy tắc giao dịch nội bộ và chuẩn mực QTCT nhằm giảm thiểu chi phí đại diện và ngăn ngừa rủi ro đạo đức[123].

Xét về cấu trúc điều chỉnh, các quy định pháp lý về hệ thống quản lý niêm yết hiện đại thường bao gồm những nội dung cơ bản sau: (i) Quy định về thẩm quyền, trách nhiệm và cơ chế phối hợp giữa cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán với SGDCK trong quản lý NYCP; (ii) Quy định về nghĩa vụ sau niêm yết của DNNY và các chủ thể có liên quan; (iii) Quy định về cơ chế giám sát hậu kiểm, cảnh báo, kiểm soát, hạn chế giao dịch, tạm ngừng giao dịch và hủy niêm yết; (iv) Quy định về xử lý vi phạm, trách nhiệm pháp lý, giải quyết tranh chấp và bồi thường thiệt hại phát sinh trong hoạt động NYCP… Thông lệ quốc tế khẳng định rằng, giám sát hậu niêm yết là yếu tố then chốt để duy trì chất lượng thị trường. OECD đã nhấn mạnh vai trò của cơ quan quản lý và SGDCK trong việc đảm bảo rằng các CTNY không chỉ tuân thủ pháp luật ở thời điểm lên sàn mà phải duy trì chuẩn mực CBTT và QTCT suốt vòng đời niêm yết[124]. Cùng với đó, IOSCO đưa ra khuyến nghị cơ quan quản lý phải thiết lập hệ thống kiểm tra định kỳ và không báo trước, có thẩm quyền xử lý vi phạm theo hướng tăng dần để bảo đảm tính răn đe và phục hồi kỷ luật thị trường[125]. Vì vậy, yêu cầu cấp thiết đặt ra là cần xây dựng

---

[122] IOSCO (2017), *Tlđd*.
[123] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), Tlđd.
[124] OECD (2023), *Tlđd.*
[125] IOSCO (2017), *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation,,* https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf, truy cập ngày 01/4/2025.

mô hình giám sát dựa trên rủi ro và nâng cao vai trò chủ động của SGDCK như một thiết chế quản lý thị trường thay vì chỉ đảm nhận chức năng vận hành kỹ thuật.

Trong số các nhóm quy định cơ bản nêu trên về quản lý NYCP, nhóm quy định về xử lý vi phạm pháp luật trong hoạt động NYCP có vai trò mang tính quyết định, bởi lẽ nếu không có các quy định này thì việc quản lý NYCP sẽ không hiệu quả và không đảm bảo tính cưỡng chế, răn đe thực chất nhằm duy trì hiệu lực của hệ thống pháp luật điều chỉnh. Đối với NYCP, một hoạt động mang tính thị trường cao, dễ bị thao túng bởi thông tin không cân xứng và sự thoái lui đạo đức thì các quy định về chế tài, xử phạt và trách nhiệm pháp lý càng trở nên thiết yếu. Pháp luật không chỉ cần dự liệu các hành vi vi phạm mà còn phải xây dựng các cơ chế xử lý hiệu quả để duy trì niềm tin vào thị trường và bảo vệ NĐT. Tiếp cận từ góc độ lý thuyết, nhóm quy định này gắn với Lý thuyết Điều tiết ở phương diện điều tiết hành vi bằng biện pháp trừng phạt và tạo chi phí cho hành vi không tuân thủ. Nghiên cứu của Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012) đã khẳng định rằng: *"A fundamental function of regulation is to alter the cost-benefit calculations of regulated entities by making certain behaviours prohibitively expensive"*[126] - Tạm dịch là: *"Chức năng cốt lõi của điều tiết là làm thay đổi tính toán lợi ích - chi phí của các chủ thể bằng cách khiến một số hành vi trở nên quá đắt đỏ để thực hiện"*. Hay nói cách khác, đây là cơ chế răn đe mà theo đó, người vi phạm phải gánh chịu hậu quả lớn về tài chính, uy tín hoặc pháp lý - khiến cho hành vi không tuân thủ trở nên không đáng giá, không có lợi để thực hiện. Đồng thời, theo Lý thuyết Bảo vệ NĐT, việc không xử lý nghiêm minh các hành vi vi phạm sẽ dẫn đến hệ quả trực tiếp là xói mòn lòng tin của NĐT và gây méo mó trật tự thị trường.

Hệ thống xử lý vi phạm cần bao gồm ba nhóm chính: (i) Chế tài hành chính; (ii) Chế tài hình sự; (iii) Chế tài dân sự. Theo thông lệ quốc tế, nhiều nước thiết kế cơ chế xử lý song hành giữa thực thi công (bởi cơ quan nhà nước) và thực thi tư (khởi kiện tập thể, kiện dân sự của NĐT). SEC (Hoa Kỳ) là ví dụ điển hình của hệ thống chế tài phức hợp với các công cụ từ xử phạt hành chính, thu hồi lợi ích bất chính đến khởi tố hình sự. Tương tự, trong bộ quy tắc của mình, IOSCO yêu cầu các quốc gia thành viên cần có sự giám sát quy định liên tục đối với các sàn giao dịch và hệ thống giao dịch nhằm đảm bảo tính toàn vẹn của hoạt động giao dịch được duy trì thông qua các quy tắc công bằng và bình đẳng; đồng thời, các quy định của pháp luật cần được thiết kế để phát hiện và ngăn chặn hành vi thao túng và các hành vi thương mại không công bằng khác[127].

Từ những phân tích trên, có thể khẳng định rằng để bảo đảm hiệu lực thực thi của pháp luật về NYCP, hệ thống quy định về xử lý vi phạm cần được thiết kế theo hướng phù hợp với mức độ nghiêm trọng và hậu quả tiềm tàng của từng hành vi vi phạm. Đồng

---

[126] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Tlđd*.

[127] IOSCO (2017), *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, Principle 34, 36, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf, truy cập ngày 01/4/2025.

thời, cần đa dạng hóa các công cụ chế tài, không giới hạn ở xử phạt hành chính mà bao gồm cả cơ chế bồi thường dân sự và truy cứu trách nhiệm cá nhân, đặc biệt đối với người quản lý doanh nghiệp. Việc tăng cường năng lực giám sát độc lập cho cơ quan quản lý thị trường và SGDCK, song song với việc phát huy vai trò của các cơ chế bảo vệ NĐT sẽ là giải pháp căn cơ nhằm củng cố tính răn đe, phục hồi niềm tin vào thị trường và đảm bảo kỷ cương pháp lý trong toàn bộ quá trình NYCP.

1.2.5. Những yếu tố tác động và tiêu chí đánh giá chất lượng pháp luật về niêm yết cổ phiếu theo thông lệ quốc tế

1.2.5.1. Những yếu tố tác động đến pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Về phương diện lý thuyết, có thể cho rằng pháp luật về NYCP chịu sự tác động, chi phối của một số yếu tố cơ bản sau đây:

Thứ nhất, yếu tố cấu trúc lợi ích và tương tác giữa các bên liên quan trong hoạt động NYCP.

Theo Lý thuyết về kinh tế học pháp luật (với tư cách là một trường phái lý thuyết mới về pháp luật), các nhà kinh tế học cho rằng hệ thống pháp luật nói chung và mỗi lĩnh vực pháp luật cụ thể nói riêng đều hướng đến việc thoả mãn các lợi ích hợp pháp của các bên liên quan - trước hết và chủ yếu là những chủ thể bị điều chỉnh hành vi bởi pháp luật. Xuất phát từ cách tiếp cận liên ngành giữa khoa học kinh tế và khoa học pháp lý, kinh tế học pháp luật đã hình thành nên hệ thống các phương pháp nghiên cứu có giá trị khách quan, thực tiễn trong việc xem xét các vấn đề pháp luật, đồng thời, tiếp cận pháp luật theo hướng coi pháp luật là một nguồn lực, một yếu tố cơ bản của thể chế, là đối tượng mà các chủ thể trong một cấu trúc xã hội phải sử dụng một cách hiệu quả nhất[128]. Pháp luật, trong cách tiếp cận này, không còn được hiểu đơn thuần là một hệ thống quy phạm mang tính cưỡng chế mà được tiếp cận như một nguồn lực thể chế, tức là một yếu tố nền tảng của cấu trúc xã hội, cần được tổ chức và vận hành sao cho hiệu quả, tiết kiệm chi phí và phát huy tối đa lợi ích của các bên tham gia quan hệ xã hội.

Trong các quan hệ pháp luật phát sinh từ NYCP, mỗi chủ thể đều có lợi ích riêng biệt, đôi khi đối lập nhau. Chính mối quan hệ đa chiều, thậm chí có xu hướng xung đột này đã đặt ra yêu cầu khách quan đối với việc thiết kế pháp luật: phải tạo ra cơ chế cân bằng lợi ích thông qua các quy phạm pháp luật và thiết chế thực thi phù hợp. Cụ thể, doanh nghiệp phát hành có xu hướng đề cao lợi ích trong việc tiếp cận vốn nhanh, chi phí thấp và ít ràng buộc, từ đó mong muốn một khung pháp lý mềm dẻo, ít can thiệp. Ngược lại, NĐT lại theo đuổi lợi ích ổn định, an toàn và minh bạch, đòi hỏi một hệ thống pháp luật chặt chẽ, có khả năng kiểm soát rủi ro, gian lận và lạm dụng thông tin nội bộ. Tổ chức trung gian thường có lợi ích kép: vừa muốn tối ưu hoá hiệu quả hành nghề, vừa cần một môi trường pháp lý ổn định, đáng tin cậy để duy trì uy tín và giảm thiểu rủi ro

[128] Nguyễn Văn Tuyến, Nguyễn Đức Ngọc, Vũ Ngọc Anh… [et al.] (2012), "Kinh tế học pháp luật và khả năng đưa kinh tế học pháp luật vào giảng dạy tại Trường Đại học Luật Hà Nội", *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường*, Trường Đại học Luật Hà Nội, Mã số: LH – 2011 – 11/ĐHL, Tr.1.

nghề nghiệp. Trong khi đó, cơ quan quản lý lại hướng đến bảo vệ lợi ích công, đặt trọng tâm vào mục tiêu duy trì tính liêm chính, hiệu quả và ổn định của thị trường, qua đó bảo vệ lợi ích xã hội trong dài hạn.

Như vậy, Lý thuyết về kinh tế học pháp luật phân tích mối quan hệ giữa quy phạm pháp luật và lợi ích xã hội thông qua mô hình chi phí - lợi ích, trong đó hiệu quả của pháp luật được đo lường bằng khả năng phân bổ hợp lý các nguồn lực khan hiếm, giảm thiểu chi phí giao dịch và tăng tính dự đoán trong hành vi xã hội. Tức là, một quy phạm pháp luật tốt không chỉ cần "đúng" về mặt kỹ thuật lập pháp mà còn phải "có ích" và "hợp lý" về mặt phân tích kinh tế - pháp luật. Nói cách khác, nếu pháp luật không tương thích với lợi ích thực chất của các chủ thể, nó sẽ hoặc không được tuân thủ, hoặc trở thành rào cản cho sự phát triển thị trường. Trên thực tế, việc đánh giá quy phạm pháp luật từ góc độ lợi ích của các bên liên quan không chỉ nhằm hướng đến sự công bằng mà còn là cách thức để đảm bảo tính khả thi và hiệu quả điều chỉnh của pháp luật. Như tác giả Nguyễn Văn Cương (2012) đã phân tích, hai mục tiêu chính của kinh tế học pháp luật là dự đoán và đo lường được tác động thực tế của mỗi quy phạm pháp luật, đồng thời xác định mối quan hệ giữa pháp luật và hiệu quả phân bổ nguồn lực trong xã hội[129]. Bởi vậy, trong lĩnh vực NYCP, các quy phạm pháp luật cần được xây dựng dựa trên cơ sở nhận diện đầy đủ ai là người hưởng lợi, ai là người chịu thiệt hại và tổng lợi ích xã hội đạt được từ quy định đó là bao nhiêu. Những quy định làm gia tăng chi phí tuân thủ quá mức cho doanh nghiệp mà không thực sự cải thiện tính minh bạch cho NĐT hoặc quy định thiên lệch về bảo vệ NĐT mà làm cản trở khả năng tiếp cận thị trường của doanh nghiệp, đều có nguy cơ phản tác dụng. Cân bằng lợi ích không có nghĩa là chia đều mà là tạo động lực để các bên cùng hướng tới hành vi hiệu quả hơn trong khuôn khổ pháp luật.

Ở góc nhìn rộng hơn, pháp luật cũng được coi là công cụ để điều phối cấu trúc tương tác giữa các chủ thể trong một xã hội bất định, nơi mà mỗi quy định có thể làm thay đổi chi phí giao dịch, cấu trúc thị trường và hành vi của doanh nghiệp, NĐT. Như tác giả Vũ Ngọc Anh (2012) nhận định: *"thể chế chính là các ràng buộc để hình thành cấu trúc tương tác của con người, nhằm giảm bớt rủi ro có thể xảy ra […]. Chính vì vậy, các thể chế tác động đến phát triển kinh tế"*[130]. Từ đó, có thể thấy rằng pháp luật về NYCP, với tư cách là một thiết chế thành phần trong hệ thống thể chế tài chính, có chức năng quan trọng trong việc thiết lập khuôn khổ hành vi cho doanh nghiệp phát hành, NĐT, tổ chức trung gian và cơ quan quản lý. Mỗi quy định trong lĩnh vực này đều

[129] Nguyễn Văn Cương (2012), "Đối tượng và phương pháp nghiên cứu của Kinh tế học pháp luật", Chuyên đề 3 trong Đề tài "Kinh tế học pháp luật và khả năng đưa kinh tế học pháp luật vào giảng dạy tại Trường Đại học Luật Hà Nội", *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường*, Trường Đại học Luật Hà Nội, Mã số: LH – 2011 – 11/ĐHL, Tr. 75-76.

[130] Vũ Ngọc Anh (2012), "Một số vấn đề về kinh tế học pháp luật và đặc trưng của nó trong khoa học xã hội", Chuyên đề 1 trong Đề tài "Kinh tế học pháp luật và khả năng đưa kinh tế học pháp luật vào giảng dạy tại Trường Đại học Luật Hà Nội", *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường*, Trường Đại học Luật Hà Nội, Mã số: LH – 2011 – 11/ĐHL, Tr. 43.

là một "ràng buộc thể chế" có tác động trực tiếp đến cách các chủ thể ra quyết định và phản ứng trên thị trường. Nếu quy định được thiết kế hợp lý, pháp luật sẽ giúp giảm thiểu rủi ro thông tin, gia tăng niềm tin thị trường và khuyến khích các hành vi minh bạch, có trách nhiệm. Ngược lại, nếu pháp luật thiên lệch lợi ích, thiếu khả thi hoặc không phản ánh đúng động lực hành vi của các bên, nó có thể làm méo mó cấu trúc tương tác, gia tăng chi phí tuân thủ và gây suy giảm hiệu quả thị trường. Do đó, nhìn từ lăng kính Lý thuyết về kinh tế học pháp luật, pháp luật về NYCP cần được tiếp cận như một công cụ điều phối chiến lược đối với lợi ích giữa các chủ thể, đồng thời thúc đẩy cấu trúc tương tác hiệu quả và bền vững trên thị trường vốn.

Thứ hai, điều kiện chính trị, mô hình phát triển kinh tế và chính sách phát triển thị trường vốn của quốc gia.

Pháp luật về NYCP (với tư cách là một bộ phận của pháp luật chứng khoán) chịu sự chi phối trực tiếp của điều kiện chính trị, mô hình phát triển kinh tế và chính sách phát triển thị trường vốn của mỗi quốc gia trong từng giai đoạn. Điều kiện chính trị ảnh hưởng đến mức độ ưu tiên của Nhà nước đối với ổn định tài chính, kiểm soát rủi ro hệ thống, thu hút vốn đầu tư và bảo vệ lợi ích công cộng. Trong khi đó, mô hình phát triển kinh tế quyết định cách thức Nhà nước can thiệp, định hướng và điều tiết TTCK, từ đó tác động đến phạm vi điều chỉnh, mức độ can thiệp và thiết kế cụ thể của pháp luật về NYCP.

Trong mô hình kinh tế kế hoạch hóa tập trung hoặc TTCK mới nổi chịu sự kiểm soát chặt chẽ của Nhà nước, pháp luật về NYCP thường thiên về kiểm soát đầu vào, nhấn mạnh điều kiện niêm yết và vai trò xét duyệt của cơ quan quản lý. Trong bối cảnh này, hoạt động NYCP thường gắn với các mục tiêu chính sách như cổ phần hóa DNNN, điều tiết cung - cầu vốn, kiểm soát dòng vốn hoặc hỗ trợ một số ngành, lĩnh vực ưu tiên. Ngược lại, tại các nền kinh tế thị trường trưởng thành, pháp luật về NYCP thường tập trung hơn vào minh bạch thông tin, QTCT, tính trung thực của báo cáo tài chính và giám sát hậu kiểm. Từ góc nhìn của Lý thuyết Điều tiết, pháp luật trong lĩnh vực tài chính - chứng khoán không thể tách rời khỏi logic điều tiết vĩ mô của Nhà nước, do đó, pháp luật vừa là công cụ tổ chức thị trường, vừa là phương tiện thực hiện chính sách công[131].

Bên cạnh đó, chính sách phát triển thị trường vốn cũng là yếu tố trọng tâm định hình pháp luật về NYCP. Quốc gia lựa chọn phát triển mạnh thị trường vốn thường xây dựng khuôn khổ pháp lý theo hướng mở rộng cơ hội niêm yết, đề cao tính minh bạch, khuyến khích doanh nghiệp huy động vốn qua thị trường và giảm phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng. Ngược lại, ở những nước mà thị trường vốn còn giữ vai trò thứ yếu, pháp luật về NYCP có thể chủ yếu dừng ở mục tiêu kiểm soát rủi ro mà chưa phát huy đầy đủ vai trò thúc đẩy doanh nghiệp minh bạch hóa và tiếp cận công chúng đầu tư. Thực tiễn quốc tế cũng cho thấy pháp luật về NYCP thường được điều chỉnh theo chu

[131] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Tlđd*.

kỳ chính sách kinh tế. Chẳng hạn, sau khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, Hàn Quốc vừa tái cấu trúc hệ thống giám sát tài chính và nâng cao chuẩn mực quản trị đối với CTNY, vừa tiếp tục mở cửa thị trường vốn nhưng đi kèm với cơ chế giám sát rủi ro thanh khoản và kiểm soát dòng vốn xuyên biên giới thận trọng hơn. Khi nền kinh tế phục hồi, cải cách pháp luật về thị trường vốn của Hàn Quốc chuyển dần sang hướng hiện đại hóa khuôn khổ điều chỉnh, thúc đẩy đổi mới tài chính, nâng cao QTCT và tăng cường khả năng hội nhập của thị trường vốn[132] [133].

Thứ ba, đặc điểm và trình độ phát triển của TTCK.

Một trong những yếu tố quan trọng nhất chi phối cấu trúc và khả năng vận hành của hệ thống pháp luật về NYCP là trình độ phát triển của TTCK - nơi trực tiếp tiếp nhận và thực thi các quy định đó. Pháp luật không tồn tại hoàn toàn độc lập và đơn lẻ mà chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ không gian thể chế và điều kiện vận hành thực tiễn của thị trường, đặc biệt là trong lĩnh vực mang tính tài chính - kỹ thuật cao như TTCK.

Trình độ phát triển của TTCK không chỉ được đo lường bằng các chỉ số về vốn hóa, số lượng CTNY hay mức độ thanh khoản mà còn thể hiện qua chất lượng hàng hóa, cấu trúc NĐT, trình độ giám sát của cơ quan quản lý, các tổ chức trung gian và khả năng hấp thụ thông tin của thị trường. Đặc điểm chung của các thị trường mới nổi hoặc đang phát triển là sự thiếu vắng của các NĐT có tổ chức, có trình độ; tỷ lệ sở hữu tập trung cao; tâm lý đầu tư theo phong trào và năng lực phân tích hạn chế... Những yếu tố này đặt ra giới hạn khách quan trong việc thực thi hiệu quả các quy định pháp luật về NYCP - vốn đòi hỏi sự phối hợp cao độ giữa DNNY, cơ quan quản lý, thị trường và công chúng đầu tư. Dưới lăng kính lý thuyết, Lý thuyết Tín hiệu[134] và Lý thuyết Thông tin bất cân xứng[135] cho thấy một thị trường mà thông tin không được chia sẻ công khai hoặc NĐT không có năng lực tiếp nhận, xử lý thông tin một cách đầy đủ sẽ làm suy giảm tác dụng của các quy định pháp luật về NYCP. Trong môi trường như vậy, pháp luật dù có nghiêm ngặt đến đâu cũng có thể chỉ mang tính hình thức nếu thị trường không đủ năng lực để biến chuẩn pháp lý thành hành vi thực tế.

Thứ tư, điều kiện pháp lý nền tảng và năng lực thực thi pháp luật.

Pháp luật về NYCP, dù được thiết kế với nội dung tiến bộ song vẫn khó phát huy hiệu lực nếu thiếu các điều kiện pháp lý nền tảng và cơ chế tổ chức thực thi hiệu quả. Trong lĩnh vực NYCP, điều kiện pháp lý nền tảng không chỉ là sự tồn tại của các quy định chuyên ngành chứng khoán mà còn là chất lượng vận hành của những thiết chế pháp luật có liên quan, tạo nên môi trường pháp lý cần thiết để hoạt động niêm yết được

---

[132] International Monetary Fund (1999), *The Korean financial crisis of 1997*, IMF Working Paper No. 99/28, https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9928.pdf, truy cập ngày 30/4/2026.

[133] Korea Capital Market Institute (2019), *Capital market law and policy development over the last decade*, https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?cno=5145&syear=2019&zcd=002001017&zno=1446&utm, truy cập ngày 30/4/2026.

[134] Spence, M. (1973), Tlđd.

[135] Akerlof, G. A. (1970), Tlđd.

xác lập, duy trì, giám sát và xử lý một cách minh bạch, ổn định. Do đó, điều kiện pháp lý nền tảng và năng lực thực thi pháp luật có thể được xem là những yếu tố bảo đảm cho pháp luật về NYCP vận hành hiệu quả trong thực tiễn.

Trước hết, điều kiện pháp lý nền tảng của pháp luật về NYCP bao gồm hệ thống quy định và thiết chế pháp luật liên quan đến địa vị pháp lý của doanh nghiệp, quyền sở hữu cổ phần, QTCT, xử lý vi phạm và các lĩnh vực như kế toán, kiểm toán, phá sản, đầu tư... Các lĩnh vực này không trực tiếp điều chỉnh toàn bộ hoạt động NYCP nhưng lại tạo cơ sở pháp lý cần thiết để xác định tư cách của tổ chức niêm yết, chất lượng thông tin, tính hợp pháp của cổ phiếu đưa vào giao dịch, quyền của cổ đông và cơ chế bảo vệ NĐT. Vì vậy, nếu các điều kiện pháp lý nền tảng này thiếu ổn định, thiếu tương thích hoặc vận hành kém hiệu quả, pháp luật về NYCP sẽ khó đạt được mục tiêu bảo đảm chất lượng hàng hóa niêm yết, minh bạch thị trường và kỷ luật niêm yết.

Bên cạnh đó, năng lực thực thi pháp luật, bao gồm cả thực thi công và thực thi tư, là nhân tố có tính chất quyết định đến mức độ tuân thủ các quy định về niêm yết. Theo nghiên cứu của Jackson & Roe (2009), các quốc gia có cơ quan quản lý chứng khoán mạnh về nguồn lực và quyền hạn, có hệ thống pháp lý dân sự tạo điều kiện cho cổ đông khởi kiện và yêu cầu bồi thường thường đạt được mức độ phát triển thị trường tài chính cao hơn đáng kể[136]. Trong lĩnh vực NYCP, thực thi công thể hiện ở việc giám sát tuân thủ điều kiện và quy chế niêm yết, xử lý vi phạm CBTT, đình chỉ hoặc hủy niêm yết. Trong khi đó, thực thi tư lại đóng vai trò tạo sức ép thị trường và cơ chế tự bảo vệ quyền lợi của cổ đông, đặc biệt là trong các tranh chấp về thông tin sai lệch hoặc thiệt hại do hành vi gian dối của DNNY.

Lý thuyết Điều tiết và Lý thuyết Bảo vệ NĐT đều nhấn mạnh rằng, pháp luật không thể chỉ dừng lại ở việc "cấm" hoặc "cho phép" mà cần có khả năng thực thi hiệu quả: quy trình xử lý minh bạch, chế tài đủ sức răn đe và hệ thống giám sát độc lập. Việc thiếu năng lực thực thi sẽ tạo ra hiệu ứng chi phí tuân thủ cao hơn chi phí vi phạm, làm suy giảm niềm tin vào thị trường và khiến cho hệ thống quy phạm pháp luật trở thành hình thức. Thực tiễn quốc tế cho thấy, các thị trường thành công đều đầu tư mạnh vào năng lực của Ủy ban Chứng khoán, cơ chế xử lý tranh chấp hiệu quả, hệ thống kiểm toán, định mức tín nhiệm độc lập và đặc biệt là năng lực giám sát sau niêm yết ở mức cao. Ngược lại, tại nhiều thị trường mới nổi, tình trạng lỏng lẻo trong thực thi, xử lý vi phạm có chọn lọc, thiếu công khai minh bạch trong quyết định quản lý - là những nguyên nhân chính khiến hệ thống pháp luật về NYCP kém hiệu quả.

Thứ năm, các thiết chế và hạ tầng hỗ trợ TTCK.

Bên cạnh nền tảng pháp lý và năng lực của cơ quan quản lý, sự hiện diện và phát triển của các thiết chế trung gian và hạ tầng kỹ thuật, bao gồm cả tổ chức, quy trình và công nghệ, đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong việc duy trì tính hiệu quả, minh bạch

[136] Howell E. Jackson & Mark J. Roe (2009), Tlđd.

và ổn định của hệ thống NYCP. Các yếu tố này không chỉ là "cánh tay nối dài" của cơ chế thực thi pháp luật mà còn là môi trường kỹ thuật - thể chế bảo đảm cho các nguyên tắc pháp lý được vận hành đúng mục tiêu. Cụ thể:

Một là, trong số các thiết chế hỗ trợ, nổi bật là vai trò của các tổ chức trung gian như: CTCK, tổ chức bảo lãnh phát hành, tổ chức kiểm toán độc lập, tổ chức định mức tín nhiệm, tổ chức lưu ký và thanh toán chứng khoán… Những tổ chức này giữ vai trò không thể thiếu trong việc bảo đảm chất lượng hàng hóa niêm yết, chuẩn hóa hồ sơ, cung cấp thông tin xác thực cho NĐT và tạo điều kiện cho thị trường vận hành thông suốt về mặt kỹ thuật. Theo góc nhìn của Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, các tổ chức trung gian này chính là các cơ chế "giải bất cân xứng" - giúp thị trường giảm thiểu rủi ro thông tin sai lệch từ phía DNNY, đồng thời nâng cao khả năng giám sát từ phía thị trường đối với DNNY[137].

Hai là, hệ thống hạ tầng kỹ thuật - bao gồm SGDCK, trung tâm lưu ký, hệ thống CBTT điện tử, nền tảng giám sát giao dịch theo thời gian thực… chính là "phần cứng" hỗ trợ vận hành các chuẩn mực pháp lý. Một thị trường thiếu năng lực hạ tầng hoặc có hệ thống công nghệ không đồng bộ sẽ khiến quy trình niêm yết, CBTT và giám sát hậu niêm yết dễ bị gián đoạn, làm suy giảm tính minh bạch và khả năng phát hiện vi phạm.

Ba là, sự phát triển của các thiết chế hỗ trợ còn liên quan đến mức độ chuyên nghiệp hóa thị trường - tức là khả năng định hình các chuẩn mực hành xử, đạo đức nghề nghiệp và văn hóa tuân thủ. Điều này đặc biệt đúng trong bối cảnh NYCP đang ngày càng gắn với các chuẩn mực ESG (môi trường, xã hội và quản trị) và yêu cầu cao hơn từ NĐT tổ chức quốc tế. Các tổ chức trung gian và hạ tầng giám sát không chỉ thực hiện nhiệm vụ kỹ thuật mà còn đóng vai trò lan tỏa thông lệ tốt, thiết lập kỳ vọng hành vi và gia tăng chất lượng toàn hệ thống. Thực tiễn quốc tế cho thấy, những TTCK thành công đều không chỉ xây dựng pháp luật về NYCP chặt chẽ mà còn đồng thời phát triển mạnh mẽ hệ thống các tổ chức trung gian, tạo ra môi trường thực thi hiệu quả và đáng tin cậy. Ngược lại, tại nhiều thị trường mới nổi, tình trạng thiếu vắng tổ chức xếp hạng tín nhiệm, kiểm toán độc lập yếu hay hệ thống CBTT rời rạc… đều dẫn tới tình trạng niêm yết hình thức, khó giám sát và dễ phát sinh vi phạm mà không bị phát hiện kịp thời.

Thứ sáu, xu hướng hội nhập và ảnh hưởng của thông lệ quốc tế.

Trong bối cảnh toàn cầu hóa tài chính, pháp luật về NYCP ngày càng chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ các chuẩn mực quốc tế và quá trình hội nhập vào hệ thống thị trường vốn toàn cầu. Sự tác động này không chỉ xuất phát từ nhu cầu điều chỉnh các hoạt động xuyên biên giới như niêm yết ra nước ngoài hay đầu tư của NĐT ngoại mà còn đến từ yêu cầu nội tại của các quốc gia đang phát triển trong việc nâng cao chất lượng pháp luật và khả năng thu hút vốn quốc tế. Cụ thể:

Một là, các bộ nguyên tắc toàn cầu như G20/OECD Principles of Corporate

[137] Akerlof, G. A. (1970), Tlđd.

Governance, IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation hay IFRS Standards đã trở thành khuôn mẫu tham chiếu quan trọng trong việc thiết kế hệ thống quy định về NYCP. Các nguyên tắc này xác lập những nội dung cốt lõi như: đảm bảo minh bạch và công khai thông tin, đối xử công bằng giữa các cổ đông, trách nhiệm giải trình của CTNY, giám sát độc lập và quyền tiếp cận thông tin của NĐT - tất cả đều là trụ cột pháp lý của một hệ thống niêm yết hiện đại và hiệu quả.

Hai là, sự cạnh tranh toàn cầu trong thu hút niêm yết và vốn đầu tư đòi hỏi các quốc gia phải xây dựng một môi trường pháp lý thân thiện, minh bạch và có khả năng kết nối với chuẩn mực quốc tế. Pháp luật về NYCP, trong trường hợp này, vừa đóng vai trò là công cụ kiểm soát chất lượng thị trường, vừa là "tín hiệu" thể hiện mức độ đáng tin cậy của quốc gia trong mắt NĐT nước ngoài. Đây chính là ứng dụng thực tiễn của Lý thuyết Tín hiệu, theo đó, việc tiệm cận các chuẩn mực niêm yết quốc tế là cách để các quốc gia gửi thông điệp về sự trưởng thành của thị trường vốn, từ đó gia tăng niềm tin và thu hút dòng vốn quốc tế[138] vào TTCK nội địa.

Ba là, thực tiễn phát triển của các thị trường tài chính mới nổi cũng cho thấy rằng quá trình nội luật hóa các chuẩn mực quốc tế cần được thực hiện một cách chọn lọc, thích ứng cao thay vì sao chép một cách máy móc. Việc tiếp thu những nguyên tắc toàn cầu cần phải gắn với khả năng nội địa hóa hợp lý và đảm bảo phù hợp với những yếu tố như mức độ phát triển của hệ thống tài chính, năng lực quản lý nhà nước, trình độ của NĐT và cơ cấu doanh nghiệp...

Bốn là, hội nhập quốc tế còn đặt ra yêu cầu phát triển các cơ chế pháp lý song phương và đa phương, đặc biệt là trong lĩnh vực niêm yết xuyên biên giới, trao đổi thông tin quản lý, công nhận lẫn nhau trong kiểm toán, xếp hạng tín nhiệm và giám sát thị trường. Điều này dẫn tới việc pháp luật quốc gia không thể chỉ được nhìn như một hệ thống khép kín mà cần phải nằm trong mạng lưới pháp lý rộng lớn hơn, có khả năng tương tác, phối hợp và chia sẻ thông tin.

1.2.5.2. Các tiêu chí đánh giá chất lượng pháp luật về niêm yết cổ phiếu theo thông lệ quốc tế

Từ những yếu tố ảnh hưởng nêu trên, có thể thấy rằng hệ thống pháp luật về NYCP trong bối cảnh hiện nay không thể được thiết kế theo một mô hình cứng nhắc hoặc rập khuôn mà cần được xây dựng trên nền tảng khoa học, khả thi, thích ứng với thực tiễn trong nước và các chuẩn mực quốc tế. Từ căn cứ lý thuyết và thực tiễn cho thấy, theo thông lệ quốc tế, các tiêu chí đánh giá pháp luật về NYCP thường tập trung vào việc kiến tạo một môi trường pháp lý mà ở đó TTCK đạt được sự công bằng, minh bạch, hiệu quả và bảo vệ tốt nhất quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT. Cụ thể:

Thứ nhất, tính toàn diện, thống nhất và rõ ràng.

Từ góc nhìn khoa học pháp lý, tính đầy đủ của khung pháp luật về NYCP không

[138] Spence, M. (1973), Tlđd.

chỉ dừng lại ở việc liệt kê toàn bộ các yếu tố cấu thành hoạt động niêm yết mà còn đòi hỏi một mức độ bao phủ thực chất và có hệ thống. Một hệ thống pháp luật chỉ được xem là đầy đủ khi nó đảm bảo năng lực điều chỉnh đối với các tình huống phát sinh đa dạng trong thực tiễn. Bên cạnh đó, TTCK vốn mang tính động và dễ biến đổi, cho nên tính đầy đủ cũng bao hàm cả khả năng thích ứng và dự báo, nghĩa là pháp luật phải có tầm nhìn định hướng đủ xa để xử lý những vấn đề mới phát sinh trong thực tiễn thị trường[139]. Cùng với đó, tính thống nhất thể hiện qua sự hài hòa giữa các cấp độ văn bản pháp luật và giữa các văn bản trong cùng cấp độ. Việc các văn bản này vận hành theo cùng một hệ logic sẽ hạn chế được những xung đột hoặc "khoảng trống lập quy" - vốn là nguyên nhân trực tiếp gây ra tình trạng áp dụng không nhất quán giữa các cơ quan quản lý hoặc giữa các SGDCK. Đồng thời, tính rõ ràng là yếu tố đảm bảo khả năng tiếp cận và áp dụng thống nhất. Một quy định được coi là rõ ràng khi các khái niệm pháp lý được định nghĩa chính xác, dễ hiểu và không để lại "vùng xám" cho diễn giải tùy nghi. Chẳng hạn, ở Liên minh châu Âu, Quy định Prospectus Regulation (EU) 2017/1129 yêu cầu *"Để giúp các NĐT đưa ra quyết định đầu tư sáng suốt, thông tin đó phải đầy đủ và khách quan, đồng thời phải được viết và trình bày dưới dạng dễ phân tích, ngắn gọn và dễ hiểu"*[140], qua đó nâng tính minh bạch và dự báo của pháp luật.

Từ đó, việc đánh giá tính đầy đủ, thống nhất và rõ ràng của pháp luật về NYCP ở Việt Nam cần được thực hiện trên ba cấp độ: (i) Phạm vi điều chỉnh - thể hiện qua mức độ bao phủ và khả năng dự báo của quy phạm; (ii) Tính hệ thống - thể hiện mức độ liên kết dọc và ngang giữa các văn bản; và (iii) Tính rõ ràng, minh định - thể hiện khả năng nhận diện rõ quyền, nghĩa vụ và thủ tục đối với mỗi nhóm chủ thể. Đây là tiêu chí nền tảng phản ánh năng lực lập pháp và hiệu quả thực thi trong điều hành một TTCK hiện đại, minh bạch và hướng tới chuẩn quốc tế.

Thứ hai, tính minh bạch và công bằng.

Từ phương diện học thuật, tính minh bạch trong pháp luật về NYCP được hiểu là mức độ mà các quy định pháp lý buộc DNNY phải cung cấp thông tin đầy đủ, chính xác, kịp thời và dễ tiếp cận cho công chúng đầu tư. Minh bạch là nền tảng để thị trường vận hành hiệu quả, bởi trong một môi trường thông tin bất cân xứng, NĐT sẽ không thể định giá đúng giá trị doanh nghiệp và nhà quản lý có thể bị khuyến khích theo đuổi lợi ích riêng[141]. Chính vì vậy, yêu cầu minh bạch không chỉ gắn với yêu cầu CBTT mà còn là cơ chế bảo vệ NĐT gián tiếp thông qua việc giảm thiểu rủi ro đạo đức và chi phí giám sát. Chuẩn mực của IOSCO khẳng định rằng việc tổ chức phát hành phải *"công bố đầy*

---

[139] Neal Newman & Lawrence J. Trautman (2021), *"Securities Law: Overview and Contemporary Issues"*, 16 Ohio St. Bus. L.J. 149 (2021), p.2, https://scholarship.law.tamu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2514&context=facscholar&utm.

[140] European Union (2017), *Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, Official Journal of the European Union,* L 168, 12–68, https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj/eng, Recital 27, truy cập ngày 21/10/2025.

[141] Akerlof, G. A. (1970), Tlđd.

đủ, chính xác và kịp thời các kết quả tài chính, rủi ro và các thông tin khác có ý nghĩa quan trọng đối với quyết định của NĐT"[142]. Tương tự, Nguyên tắc V của OECD về QTCT (2023) quy định rằng các CTNY cần thiết lập một cơ cấu thủ tục chính thức nhằm thúc đẩy sự minh bạch và trách nhiệm giải trình của các thành viên HĐQT và ban điều hành đối với cổ đông, qua đó góp phần xây dựng niềm tin trên thị trường[143].

Tính minh bạch còn gắn liền với tính công bằng trong việc tiếp cận, xử lý và sử dụng thông tin. Một khuôn khổ pháp luật được coi là công bằng khi bảo đảm không có sự phân biệt giữa các loại hình doanh nghiệp và mọi NĐT - không phân biệt quy mô, quốc tịch hay mức độ sở hữu - đều được tiếp cận thông tin cùng thời điểm và theo chuẩn mực như nhau. Quy định về công bố đồng thời và không chọn lọc (non-selective disclosure) trong Luật Thị trường vốn của Liên minh châu Âu (Market Abuse Regulation - MAR) hay cơ chế quản lý người nội bộ tại Singapore (Securities and Futures Act) đều thể hiện yêu cầu này. Theo ESMA (2020), việc thực thi CBTT tài chính phải nhằm *"góp phần bảo đảm tính minh bạch của thông tin tài chính có liên quan đến quá trình ra quyết định đầu tư, bảo vệ NĐT và củng cố niềm tin thị trường"*[144].

Từ đó, có thể khẳng định rằng việc đánh giá tính minh bạch và công bằng của pháp luật về NYCP không chỉ dừng ở phạm vi nội dung quy định CBTT mà còn phải xem xét đến cơ chế bảo đảm thực thi. Một khuôn khổ minh bạch, công bằng phải hội đủ ba điều kiện: (i) Có chuẩn mực công bố rõ ràng, phù hợp với thông lệ quốc tế; (ii) Có cơ chế kiểm tra - cưỡng chế độc lập và hiệu quả; (iii) Bảo đảm nguyên tắc công bằng giữa mọi chủ thể tham gia. Đây là nền tảng hình thành niềm tin, yếu tố cốt lõi để TTCK phát triển bền vững, thu hút vốn dài hạn và hội nhập sâu vào dòng chảy tài chính quốc tế.

Thứ ba, tính linh hoạt và phù hợp.

Tính linh hoạt và phù hợp là tiêu chí phản ánh khả năng của hệ thống pháp luật trong việc thích ứng với sự vận động liên tục của thị trường vốn và các chuẩn mực quốc tế đang biến đổi. Một khung pháp luật cứng nhắc, chậm thay đổi không chỉ tạo ra chi phí tuân thủ cao mà còn làm giảm sức hấp dẫn của thị trường đối với doanh nghiệp và NĐT. Linh hoạt không đồng nghĩa với tùy tiện mà là khả năng phản ứng có kiểm soát mà theo OECD, việc áp dụng nguyên tắc linh hoạt trong QTCT cần được thiết kế dựa trên "tính tương xứng" (proportionality) nhằm cân bằng giữa yêu cầu bảo vệ NĐT và mục tiêu thúc đẩy sự phát triển của thị trường[145]. Nhiều quốc gia có TTCK phát triển đã thiết kế những cơ chế linh hoạt để tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động NYCP. Tại Liên minh châu Âu, Prospectus Regulation (EU) 2017/1129 cho phép doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) được áp dụng bản cáo bạch rút gọn, giảm bớt yêu cầu thông tin nhưng vẫn

---

[142] IOSCO (2017), *Tlđd*.
[143] OECD (2023), *Tlđd.*
[144] European Securities and Markets Authority (ESMA) (2020), *Guidelines on enforcement of financial information* (ESMA32-50-218), p. 11, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-50-218_guidelines_on_enforcement_of_financial_information_en.pdf, truy cập ngày 21/10/2025.
[145] OECD (2023), *Tlđd.*

bảo đảm tính minh bạch cốt lõi, nhờ vậy khuyến khích doanh nghiệp khởi nghiệp tiếp cận thị trường vốn[146]. Tại Singapore, sự linh hoạt trong xét duyệt niêm yết cũng được thể hiện rõ qua hệ thống Catalist Board của SGDCK Singapore (SGX). Khác với Mainboard vốn áp dụng cơ chế xét duyệt hành chính nghiêm ngặt dựa trên quy mô vốn và lợi nhuận, Catalist được thiết kế dành cho các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh hoặc có tiềm năng phát triển cao, không đặt ra yêu cầu định lượng cố định về quy mô hay lợi nhuận[147]. Điều này giúp giảm tải cho cơ quan quản lý, đồng thời tăng tính linh hoạt và phản ứng của thị trường mà vẫn duy trì được các chuẩn mực minh bạch và bảo vệ NĐT.

Thêm vào đó, tính linh hoạt và phù hợp còn thể hiện ở khả năng điều chỉnh nhanh trước các rủi ro và xu hướng mới của thị trường (chẳng hạn như tại giai đoạn hiện nay là quá trình số hóa, tài chính bền vững hay xu hướng niêm yết xuyên biên giới...). Theo OECD (2023), khung pháp luật và quy định về CBTT và QTCT cần được thiết kế dựa trên "tính tương xứng" (proportionality) và "tính linh hoạt" (flexibility), cho phép điều chỉnh quy định theo quy mô, cơ cấu sở hữu và giai đoạn phát triển của doanh nghiệp[148]. Cách tiếp cận này phản ánh triết lý "principles-based" thay vì "rules-based", nghĩa là ưu tiên các nguyên tắc khái quát có khả năng thích ứng với thay đổi của thị trường, thay vì áp dụng các quy định chi tiết, cứng nhắc cho mọi trường hợp; từ đó cho phép nhà quản lý linh hoạt cập nhật chuẩn mực thông qua hướng dẫn, khuyến nghị hoặc quy tắc mềm (soft law), tránh hiện tượng lạc hậu pháp lý khi thị trường xuất hiện sản phẩm, công nghệ và mô hình huy động vốn mới.

Trong thực tế, hoạt động NYCP luôn chịu tác động một cách trực tiếp và nhanh chóng từ sự vận động của nền kinh tế, cấu trúc thị trường vốn, trình độ phát triển của doanh nghiệp và mức độ trưởng thành của NĐT. Do đó, một khuôn khổ pháp luật được coi là linh hoạt và phù hợp phải bảo đảm khả năng hấp thụ và phản ánh kịp thời các nhu cầu phát sinh từ thực tiễn huy động vốn, QTCT, bảo vệ quyền lợi NĐT... Khi các quy định pháp luật không theo kịp sự thay đổi này, chúng có nguy cơ trở thành lực cản đối với hoạt động NYCP, làm gia tăng chi phí tuân thủ và làm suy giảm hiệu quả vận hành của thị trường vốn. Một khung pháp luật linh hoạt và phù hợp cần: (i) Có cơ chế sửa đổi, bổ sung nhanh khi thị trường xuất hiện công cụ tài chính mới; (ii) Có quy định phân tầng nghĩa vụ niêm yết theo quy mô và rủi ro của tổ chức phát hành; và (iii) Tạo điều kiện cho sáng tạo tài chính có kiểm soát. Như vậy, linh hoạt và phù hợp không phải là nới lỏng quản lý mà là khả năng cân bằng hợp lý giữa đổi mới và ổn định thể chế, bảo đảm sự phát triển hài hòa của TTCK Việt Nam trong tiến trình hội nhập quốc tế.

---

[146] European Union (2017), *Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, Official Journal of the European Union,* L 168, 12–68. https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj, Recitals 51–53, pp. 19–20.

[147] Singapore Exchange (2023), *Catalist Rules.* https://rulebook.sgx.com/rulebook/catalist-rules, truy cập ngày 26/10/2025.

[148] OECD (2023), *Tlđd.*

Thứ tư, tính hiệu quả trong thực thi.

Trong đánh giá một hệ thống pháp luật điều chỉnh TTCK, tính hiệu quả trong thực thi là tiêu chí có ý nghĩa quyết định, bởi ngay cả một khuôn khổ quy phạm hoàn chỉnh cũng sẽ trở nên hình thức nếu thiếu cơ chế bảo đảm thi hành thực chất. Hiệu quả trong thực thi không chỉ được đo lường bằng số lượng vụ việc bị xử lý mà còn thể hiện ở năng lực phòng ngừa, phát hiện và khắc phục vi phạm một cách kịp thời, công bằng và đủ sức răn đe. Một hệ thống pháp luật hiệu quả phải tạo ra độ tin cậy cho các chủ thể có liên quan, đó là niềm tin về việc các hành vi vi phạm trên thị trường sẽ bị phát hiện và xử lý một cách kịp thời, minh bạch, bất kể quy mô hay địa vị pháp lý của chủ thể.

Theo thông lệ quốc tế, hiệu quả thực thi được bảo đảm thông qua các yếu tố: (i) Thẩm quyền và tính độc lập của cơ quan quản lý chứng khoán, (ii) Công cụ giám sát và cưỡng chế linh hoạt, (iii) Cơ chế hợp tác, phối hợp liên ngành và quốc tế. Chuẩn mực của IOSCO (2017) quy định rõ rằng cơ quan quản lý TTCK phải *"cần có quyền hạn toàn diện trong việc kiểm tra, điều tra và giám sát và cần có quyền lực thực thi toàn diện"*[149]. Tại Hoa Kỳ, SEC là một cơ quan độc lập trực thuộc Chính phủ liên bang, có ngân sách độc lập và thẩm quyền ban hành quy định, tiến hành điều tra, xử phạt hành chính và khởi kiện dân sự. Mô hình thực thi của SEC bao gồm nhiều tầng nấc, từ điều tra sơ bộ, điều tra chính thức cho đến khởi kiện, giúp cơ quan có thể phản ứng linh hoạt và xử lý nhanh các hành vi vi phạm[150]; điều này hoàn toàn phù hợp với tinh thần của các chuẩn mực mà IOSCO đã đưa ra.

Đối với một thị trường non trẻ như Việt Nam, tiêu chí hiệu quả trong thực thi cần được đánh giá dựa trên ba yếu tố: (i) Phạm vi và mức độ độc lập của UBCKNN trong phát hiện, xử lý vi phạm; (ii) Mức độ phối hợp giữa cơ quan quản lý, SGDCK và cơ quan tư pháp trong cưỡng chế thi hành; (iii) Khả năng áp dụng các biện pháp khẩn cấp tạm thời hoặc thủ tục rút gọn nhằm ngăn ngừa thiệt hại cho NĐT. Việc tăng cường nguồn lực, công cụ giám sát công nghệ và cơ chế hợp tác quốc tế là hướng đi tất yếu để đảm bảo thực thi nhanh, công bằng và minh bạch. Một khung pháp luật chỉ thực sự hoàn thiện khi năng lực cưỡng chế đủ mạnh để chuyển hóa các quy định từ vào thực tiễn thị trường, qua đó củng cố lòng tin và tính liêm chính của TTCK Việt Nam.

Thứ năm, tính quốc tế hóa.

Tính quốc tế hóa của pháp luật về NYCP phản ánh mức độ hội nhập của hệ thống pháp luật quốc gia vào chuẩn mực và thông lệ quốc tế đặt trong bối cảnh toàn cầu hóa thị trường vốn ngày càng diễn ra vô cùng mạnh mẽ. Tiêu chí này hướng đến những yêu cầu cao trong việc hài hòa quy định trong nước và quốc tế, song cũng đặt ra nhiều đòi hỏi khắt khe đối với khả năng cạnh tranh của TTCK. Một khung pháp luật được coi là

---

[149] IOSCO (2017), *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation,* Principle 10, 11, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf.

[150] U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) (2022), *SEC Enforcement Manual,* Washington, D.C.: SEC Division of Enforcement, https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf, pp. 6-8, 9-13.

có tính quốc tế hóa cao khi đảm bảo tương thích với các nguyên tắc điều tiết toàn cầu, cho phép dòng vốn, doanh nghiệp và NĐT di chuyển xuyên biên giới một cách thuận lợi, đồng thời vẫn duy trì được cơ chế giám sát và bảo vệ NĐT ở mức tương đương.

Từ góc độ so sánh pháp luật, các chuẩn mực cốt lõi của IOSCO, OECD và IFRS Foundation[151] tạo thành "bộ khung quốc tế" cho các hệ thống pháp luật về niêm yết. IOSCO (2017) khuyến nghị các quốc gia bảo đảm sự tương đương về tiêu chuẩn công bố, cơ chế cưỡng chế và bảo vệ cổ đông, để thuận lợi cho việc niêm yết chéo (cross-listing) và phát hành xuyên biên giới (cross-border offering)[152]. Liên minh châu Âu cũng được xem là điển hình cho xu hướng này khi áp dụng Prospectus Regulation (EU) 2017/1129, cho phép công nhận tương đương đối với bản cáo bạch của các quốc gia thứ ba có chuẩn mực tương thích, qua đó giảm bớt thủ tục và chi phí niêm yết[153].

Trong bối cảnh toàn cầu hóa thị trường vốn, nâng hạng TTCK đã trở thành một xu hướng phổ biến và mang tính tất yếu đối với hầu hết các quốc gia, không chỉ riêng các thị trường mới nổi hay cận biên. Việc được công nhận nâng hạng không đơn thuần là sự cải thiện về mặt xếp loại kỹ thuật mà còn phản ánh mức độ tiệm cận của khung pháp luật, thể chế thị trường và chuẩn mực vận hành so với thông lệ quốc tế. Trên thực tế, các hệ thống phân loại thị trường của các tổ chức xếp hạng uy tín như FTSE Russell, MSCI hay S&P Dow Jones đều đặt trọng tâm vào mức độ quốc tế hóa của pháp luật chứng khoán, đặc biệt là các tiêu chí liên quan đến niêm yết, CBTT, QTCT, khả năng tiếp cận thị trường của NĐT nước ngoài và hiệu quả của cơ chế bảo vệ NĐT. Do đó, nâng hạng thị trường góp phần nâng cao vị thế và hình ảnh quốc gia trên bản đồ tài chính toàn cầu, đồng thời, được xem là một giải pháp chiến lược nhằm thu hút dòng vốn dài hạn, nâng cao chất lượng thị trường vốn và tạo áp lực cải cách thể chế theo hướng minh bạch, chuẩn hóa và hội nhập sâu rộng hơn.

Từ thực tiễn này, có thể thấy rằng tính quốc tế hóa không chỉ là việc học hỏi chuẩn mực quốc tế mà còn là quá trình nội luật hóa có chọn lọc, trong đó pháp luật quốc gia được thiết kế vừa để hòa nhập vừa để bảo vệ lợi ích nội tại. Trong xu thế chung này, Việt Nam cũng đã từng bước đáp ứng các tiêu chí quốc tế về vận hành thị trường và được các tổ chức xếp hạng ghi nhận tiến triển tích cực trong lộ trình nâng hạng, qua đó cho thấy mối liên hệ chặt chẽ giữa quốc tế hóa pháp luật về NYCP và mục tiêu phát triển TTCK bền vững. Đối với Việt Nam, việc nâng cao tính quốc tế hóa của pháp luật về niêm yết cần tập trung vào những hướng chính: (i) Hài hòa hóa chuẩn mực công bố

---

[151] IFRS Foundation là tổ chức phi lợi nhuận hoạt động vì lợi ích công, có nhiệm vụ xây dựng các chuẩn CBTT tài chính và bền vững có chất lượng cao, dễ hiểu, có khả năng thực thi và được chấp nhận rộng rãi trên phạm vi toàn cầu. Nguồn: https://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/.

[152] IOSCO (2017), *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf, pp. 103-106.

[153] European Union (2017), *Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, Official Journal of the European Union,* L 168, 12–68. https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj, Recitals 25–28, p. 18.

và báo cáo tài chính theo IFRS và các nguyên tắc IOSCO, bảo đảm tính tương thích của thông tin tài chính trong niêm yết trong và ngoài nước; (ii) Nghiên cứu thiết lập cơ chế công nhận tương đương (equivalence recognition) với các thị trường lớn trong khu vực để thúc đẩy niêm yết chéo và phát hành xuyên biên giới; (iii) Tăng cường hợp tác quốc tế giữa cơ quan quản lý, đặc biệt là tham gia đầy đủ các chương trình đánh giá của IOSCO, IMF, WB,… nhằm nâng cao uy tín thể chế và niềm tin của NĐT toàn cầu. Cần thấy rằng, tính quốc tế hóa vừa là thước đo của mức độ hội nhập pháp lý, vừa là động lực thúc đẩy phát triển bền vững của TTCK. Một khung pháp luật niêm yết hiện đại không thể chỉ vận hành trong phạm vi quốc nội mà phải được kiến tạo trên nền tảng tương thích với các nguyên tắc toàn cầu, tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty trong nước niêm yết ra nước ngoài và ngược lại. Đó chính là điều kiện và động lực để TTCK có thể trở thành điểm đến đáng tin cậy của dòng vốn quốc tế và chủ động đưa doanh nghiệp trong nước bước ra thị trường khu vực và thế giới.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 đã làm rõ NYCP là một hiện tượng pháp lý - kinh tế đặc thù, phản ánh sự chuyển hóa cổ phiếu từ công cụ ghi nhận quyền sở hữu trong CTCP thành hàng hóa giao dịch công khai trên TTCK tập trung. Với bản chất đó, NYCP không chỉ là phương thức hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn rộng rãi từ công chúng đầu tư mà còn là cơ chế pháp lý nhằm nâng cao chuẩn mực CBTT, QTCT, thiết lập kỷ luật thị trường và bảo vệ NĐT. Những tác động này cho thấy pháp luật về NYCP không thể được nhìn nhận đơn thuần như một tập hợp các quy định về thủ tục đưa cổ phiếu lên sàn mà phải được tiếp cận như một bộ phận quan trọng của pháp luật thị trường vốn, có chức năng sàng lọc, kiểm soát và duy trì chất lượng hàng hóa niêm yết.

Trên cơ sở đó, Chương 1 đã hệ thống hóa và luận giải những vấn đề lý luận cơ bản về NYCP và pháp luật về NYCP. Kết quả nghiên cứu của chương đã góp phần làm rõ nội hàm, đặc điểm, vai trò của NYCP; xác định khái niệm pháp luật về NYCP; nhận diện các nguyên tắc điều chỉnh, yếu tố tác động và tiêu chí đánh giá pháp luật về NYCP. Đặc biệt, chương đã xây dựng cấu trúc nội dung của pháp luật về NYCP theo logic toàn bộ vòng đời pháp lý của CPNY, bao gồm các nhóm quy định về chủ thể tham gia NYCP; điều kiện NYCP, trình tự, thủ tục NYCP; quyền và nghĩa vụ của DNNY; hủy bỏ niêm yết, đăng ký niêm yết lại và quản lý NYCP. Cách tiếp cận này tạo cơ sở để đánh giá pháp luật về NYCP như một chỉnh thể thống nhất, thay vì chỉ xem xét rời rạc từng nhóm quy định riêng lẻ.

Từ đó, Chương 1 đã xác lập nền tảng lý thuyết cho toàn bộ luận án thông qua việc vận dụng các lý thuyết nghiên cứu có khả năng giải thích bản chất và yêu cầu điều chỉnh pháp luật đối với hoạt động NYCP. Các lý thuyết này cho phép luận án phân tích mối quan hệ giữa DNNY, NĐT, cơ quan quản lý và thị trường; lý giải yêu cầu minh bạch hóa thông tin, kiểm soát xung đột lợi ích, bảo vệ cổ đông thiểu số, nâng cao chất lượng QTCT và bảo đảm hiệu quả thực thi pháp luật. Việc gắn kết cơ sở lý thuyết với cấu trúc

nội dung pháp luật về NYCP đã giúp hình thành được khung phân tích có giá trị định hướng cho việc đánh giá thực trạng và đề xuất giải pháp ở các chương tiếp theo.

Bên cạnh đó, Chương 1 đã tham chiếu có chọn lọc các chuẩn mực, thông lệ quốc tế và kinh nghiệm pháp luật của một số quốc gia có TTCK phát triển, đặc biệt là các nguyên tắc của IOSCO, OECD và mô hình điều chỉnh hoạt động niêm yết ở một số thị trường tiêu biểu. Kết quả nghiên cứu cho thấy pháp luật về NYCP hiện đại cần hướng tới sự cân bằng giữa tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận thị trường vốn và bảo đảm chất lượng DNNY; giữa kiểm soát đầu vào và giám sát sau niêm yết; giữa khuyến khích phát triển thị trường và bảo vệ NĐT. Đây là cơ sở quan trọng để luận án đánh giá mức độ tương thích của pháp luật Việt Nam với yêu cầu phát triển TTCK minh bạch, an toàn, hiệu quả và tiệm cận chuẩn mực quốc tế.

Như vậy, những kết quả nghiên cứu đạt được trong Chương 1 đã tạo lập nền tảng lý luận, phương pháp luận và khung phân tích cần thiết cho toàn bộ luận án. Từ nền tảng này, luận án có cơ sở để tiếp tục nghiên cứu thực trạng pháp luật, đánh giá thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam, nhận diện những hạn chế, bất cập và nguyên nhân, qua đó đề xuất các giải pháp hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật trong các chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2.
THỰC TRẠNG PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU Ở VIỆT NAM HIỆN NAY

2.1. Thực trạng pháp luật về chủ thể tham gia hoạt động niêm yết cổ phiếu

2.1.1. Về chủ thể thực hiện niêm yết cổ phiếu

Dựa trên quy định tại Điều 42 và Điều 48 LCK năm 2019, chủ thể thực hiện NYCP bao gồm: (i) CTĐC đáp ứng các điều kiện niêm yết theo quy định của pháp luật; và (ii) DNNN sau khi cổ phần hóa chuyển đổi thành CTCP và đáp ứng các điều kiện niêm yết theo quy định của pháp luật chứng khoán. Trong đó, nhóm (i) được hiểu là có quyền niêm yết tự nguyện dựa trên việc đáp ứng điều kiện và nhu cầu huy động vốn; trong khi nhóm (ii) thực hiện niêm yết mang tính bắt buộc như một phần của lộ trình cổ phần hóa gắn với mục tiêu công khai, minh bạch hóa hoạt động doanh nghiệp có vốn nhà nước. Cách phân loại này cho thấy hệ thống pháp luật Việt Nam đã bước đầu xác lập được một khái niệm rõ ràng về chủ thể có thể tham gia thị trường NYCP, đồng thời giúp phân biệt rõ giữa quyền tự do kinh doanh gắn với tự nguyện niêm yết của khu vực tư nhân và trách nhiệm công khai tài chính của DNNN sử dụng vốn công. Điều này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh TTCK đang ngày càng trở thành kênh huy động vốn chủ lực, đồng thời là công cụ điều tiết minh bạch nền kinh tế.

Thứ nhất, chủ thể niêm yết là CTĐC đáp ứng các điều kiện niêm yết

Việc quy định CTĐC có quyền thực hiện NYCP khi đáp ứng các điều kiện luật định thể hiện đúng nguyên tắc tôn trọng quyền tự do kinh doanh được quy định tại Điều 33 Hiến pháp 2013 và được cụ thể hóa thông qua quy định về quyền của doanh nghiệp theo Điều 7 Luật Doanh nghiệp 2020, bao gồm: *"Tự do kinh doanh ngành, nghề mà luật không cấm; Tự chủ kinh doanh và lựa chọn hình thức tổ chức kinh doanh; chủ động lựa chọn ngành, nghề, địa bàn, hình thức kinh doanh; chủ động điều chỉnh quy mô và ngành, nghề kinh doanh; Lựa chọn hình thức, phương thức huy động, phân bổ và sử dụng vốn; Tự do tìm kiếm thị trường, khách hàng và ký kết hợp đồng…"*[154]. Cơ chế này cho phép doanh nghiệp cân nhắc việc niêm yết như một chiến lược phù hợp với thời điểm phát triển, năng lực quản trị và mục tiêu huy động vốn của mình. Đây là cách tiếp cận phù hợp với mô hình điều tiết mềm (soft regulation) của pháp luật TTCK hiện đại, trong đó nhà nước tạo ra khung khổ pháp lý và công cụ khuyến khích các doanh nghiệp chủ động thực hiện quyền thay vì áp đặt quản lý hành chính một cách cứng nhắc, thiếu linh hoạt.

Theo Điều 32 LCK năm 2019, *"CTĐC là CTCP thuộc một trong hai trường hợp sau đây:*

a) Công ty có vốn điều lệ đã góp từ 30 tỷ đồng trở lên, có vốn chủ sở hữu từ 30 tỷ đồng trở lên và có tối thiểu 10% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 nhà đầu tư không phải cổ đông lớn nắm giữ;

b) Công ty đã thực hiện chào bán thành công cổ phiếu lần đầu ra công chúng thông qua đăng ký với UBCKNN theo quy định tại khoản 1 Điều 16 của Luật này."

[154] Xem thêm Điều 7 Luật Doanh nghiệp năm 2020 (sửa đổi, bổ sung 2025).

Từ định nghĩa này có thể thấy, điểm cốt lõi làm nên tính đại chúng của doanh nghiệp không chỉ nằm ở quy mô vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu mà còn ở đặc điểm phân tán cổ đông và khả năng tiếp cận thị trường vốn công khai. Việc quy định CTĐC là chủ thể có quyền NYCP là một lựa chọn hợp lý và có cơ sở khoa học bởi về bản chất, niêm yết chính là một hình thức công khai hóa hoạt động của doanh nghiệp trên thị trường vốn, vì thế đòi hỏi doanh nghiệp phải có mức độ phân tán sở hữu và năng lực tuân thủ CBTT ở mức độ nhất định. Một công ty chưa đáp ứng điều kiện về vốn và cổ đông theo Điều 32 LCK năm 2019 được xem là không thể đảm bảo tính thanh khoản cho CPNY cũng như năng lực minh bạch thông tin cần thiết để bảo vệ NĐT. Ngược lại, khi đã trở thành CTĐC hoặc đã chào bán thành công cổ phiếu lần đầu ra công chúng cho thấy doanh nghiệp đã có bước chuyển về chất, bao gồm cả về quy mô và cơ chế quản trị, phù hợp với yêu cầu niêm yết trên TTCK tập trung mà pháp luật đặt ra.

Có thể nhận thấy mối liên hệ logic giữa quy định tại Điều 32 (xác định điều kiện làm phát sinh tư cách CTĐC) và Điều 48 của LCK năm 2019 (tiếp tục xác lập quyền thực hiện niêm yết đối với CTĐC). Cơ chế nối tiếp này cho thấy pháp luật Việt Nam đã tiệm cận mô hình quản trị vốn theo hai cấp độ: cấp độ thứ nhất là sự tham gia vào thị trường vốn thông qua IPO và cấp độ thứ hai là sự nâng cao tính minh bạch và kiểm soát thông qua niêm yết chính thức. Xét từ góc nhìn Lý thuyết Đại diện, việc yêu cầu CTĐC - vốn có cấu trúc sở hữu phân tán - mới được quyền niêm yết phản ánh đúng nhu cầu thiết lập cơ chế giám sát thị trường để giảm chi phí đại diện và hành vi lệch chuẩn từ ban điều hành. Đồng thời, theo Lý thuyết Tín hiệu, chính việc trở thành CTĐC là một tín hiệu mạnh mẽ về khả năng CBTT và năng lực quản trị - tiền đề cho việc NYCP. Quy định này cũng cho thấy sự tương thích với nguyên tắc số 16 của IOSCO về yêu cầu công khai thông tin[155] khi tham gia TTCK tập trung.

Trên thực tế, việc NYCP không chỉ mở rộng cơ hội tiếp cận nguồn vốn khổng lồ từ công chúng mà còn nâng cao uy tín của doanh nghiệp trên thị trường và trước các đối tác tài chính quốc tế. Những doanh nghiệp như CTCP Vietjet Air (VJC), CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG), CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG),… đều đã chủ động NYCP như một bước đi chiến lược nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh. Sau khi niêm yết, giá trị thương hiệu và mức độ minh bạch tài chính của doanh nghiệp được cải thiện rõ rệt, từ đó góp phần mở rộng mạng lưới đầu tư nước ngoài, đặc biệt là trong mảng công nghệ và dịch vụ phần mềm xuất khẩu. Ngược lại, nhiều doanh nghiệp khởi nghiệp công nghệ, doanh nghiệp quy mô vừa, đặc biệt là doanh nghiệp gia đình, lại lựa chọn trì hoãn niêm yết. Nguyên nhân phổ biến đến từ tâm lý ngại áp lực CBTT, chi phí tuân thủ cao hoặc chưa sẵn sàng thay đổi mô hình quản trị... Việc trì hoãn này mặc dù không vi phạm pháp luật nhưng phần nào cho thấy rằng khung pháp luật cần tiếp tục phát huy vai trò định hướng, hỗ trợ về mặt thể chế và kỹ thuật để tạo động lực cho các doanh nghiệp có năng lực lên niêm yết trên TTCK tập trung (ví dụ: cơ chế tư vấn pháp lý, ưu đãi niêm yết lần

[155] IOSCO (2017), *Tlđd*.

đầu hoặc "sandbox" thử nghiệm niêm yết cho doanh nghiệp tăng trưởng nhanh).

Tại Việt Nam, hoạt động IPO trong 2023 được đánh giá là khá hạn chế với chỉ ba thương vụ. Năm 2024 ghi nhận sự nổi bật với thương vụ của CTCP Chứng khoán DNSE (mã chứng khoán: DSE), thuộc top 10 thương vụ niêm yết lớn nhất Đông Nam Á, huy động thành công 36,9 triệu USD[156], vượt qua tổng giá trị IPO của cả năm 2023 chỉ trong một lần niêm yết. Tuy nhiên, đây là thương vụ IPO duy nhất tại Việt Nam trong cả năm 2024, cho thấy sự trầm lắng và phần nào phản ánh những thách thức trong hoạt động NYCP. Sang đến năm 2025, hoạt động IPO và NYCP đã được khuấy động trở lại với các thương vụ IPO của hàng loạt công ty: CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn, CTCP Vinpearl, F88, CTCP Tập đoàn Bất động sản CRV, CTCP Đầu tư Bất động sản Taseco, CTCP Kỹ Thương, CTCK VPBank, CTCK VPBank,… Từ diễn biến của thị trường IPO trong nước và khu vực, có thể thấy sự phục hồi của thị trường sơ cấp chính là tiền đề quan trọng để bổ sung hàng hóa có chất lượng, mở rộng quy mô vốn hóa và cải thiện kỳ vọng thanh khoản trên thị trường thứ cấp. Điều này cho thấy mối quan hệ chặt chẽ giữa hoạt động IPO và sự phát triển của thị trường CPNY không chỉ tồn tại trên phương diện lý luận mà còn được phản ánh khá rõ ràng trong thực tiễn TTCK Việt Nam.

Thứ hai, DNNN sau khi cổ phần hóa chuyển đổi thành CTCP và đáp ứng các điều kiện niêm yết theo quy định của pháp luật chứng khoán

Trải qua nhiều giai đoạn hình thành và phát triển, DNNN đã khẳng định được vị trí và vai trò quan trọng trong nền kinh tế quốc dân. Đảng và Nhà nước luôn coi việc củng cố và phát huy hiệu quả khu vực DNNN là một trong những nhiệm vụ trọng tâm, được thể hiện xuyên suốt trong đường lối, chủ trương, chính sách cũng như các quy định pháp luật. Trên cơ sở nhìn nhận đúng những thành tựu đạt được, đồng thời chỉ ra những hạn chế còn tồn tại, cùng với quá trình đổi mới tư duy, sự phát triển của nền kinh tế nhiều thành phần và yêu cầu hội nhập quốc tế, vị trí của DNNN đã từng bước được điều chỉnh. Theo đó, khu vực này được định hướng tập trung chủ yếu vào các ngành, lĩnh vực then chốt của nền kinh tế, các địa bàn chiến lược về quốc phòng, an ninh hoặc các lĩnh vực có nhu cầu phát triển cao nhưng khu vực tư nhân chưa đủ khả năng đầu tư[157].

Trong những năm gần đây, Chính phủ, các bộ, ngành và chính bản thân các DNNN đã nỗ lực cụ thể hóa nhiều chính sách, giải pháp để tiếp tục đổi mới, nâng cao hiệu quả hoạt động, đồng thời đạt được những kết quả tích cực trong sắp xếp, cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước. Đặc biệt, ngay từ đầu nhiệm kỳ 2021-2026, Chính phủ và Thủ tướng Chính phủ đã ban hành nhiều văn bản chỉ đạo nhằm đẩy mạnh cơ cấu lại khu vực DNNN, nổi bật có: Nghị quyết số 68/NQ-CP ngày 12/5/2022 của Chính phủ "Về tiếp tục đổi mới, nâng cao hiệu quả hoạt động và huy động nguồn lực của DNNN, trọng tâm là tập đoàn kinh tế, tổng công ty trong phát triển kinh tế - xã hội"; Quyết định số 22/2021/QĐ-TTg, ngày

[156] Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2024), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2024*, https://vlca.vn/bao-cao-danh-gia-quan-tri-cong-ty-2024/, truy cập ngày 29/8/2025.
[157] Nguyễn Thị Mai Anh (2024), Tlđd.

02/7/2021 của Thủ tướng Chính phủ "Về tiêu chí phân loại DNNN, doanh nghiệp có vốn nhà nước thực hiện chuyển đổi sở hữu, sắp xếp lại, thoái vốn giai đoạn 2021 - 2025"; Quyết định số 360/QĐ-TTg ngày 17/3/2022 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án "Cơ cấu lại DNNN, trọng tâm là tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước giai đoạn 2021 - 2025".

Khác với nhóm CTĐC thông thường, DNNN sau cổ phần hóa không được lựa chọn có niêm yết hay không mà bắt buộc phải thực hiện NYCP trên SGDCK trong thời hạn luật định. Quy định này được đặt ra nhằm thực hiện các mục tiêu chính: công khai hóa quá trình thoái vốn nhà nước; bảo đảm tính minh bạch trong quản trị và báo cáo tài chính; tạo ra cơ chế giám sát thị trường thay cho giám sát hành chính truyền thống. Việc áp dụng cơ chế niêm yết bắt buộc đối với DNNN cũng là bước đi cụ thể trong quá trình chuyển đổi vai trò của Nhà nước trong quản trị nền kinh tế thị trường. Từ góc nhìn học thuật, quy định hiện hành đã phản ánh phần nào nguyên lý của Lý thuyết Đại diện, trong đó Nhà nước - với tư cách cổ đông lớn - sử dụng niêm yết làm công cụ tăng cường giám sát hoạt động của nhà quản lý, giảm thiểu chi phí đại diện phát sinh từ hành vi cơ hội, thiếu minh bạch. Đồng thời, theo Lý thuyết Tín hiệu, hành vi NYCP, đặc biệt là của DNNN, mang thông điệp doanh nghiệp đã sẵn sàng hoạt động trong một môi trường minh bạch, chịu sự đánh giá của thị trường vốn và NĐT.

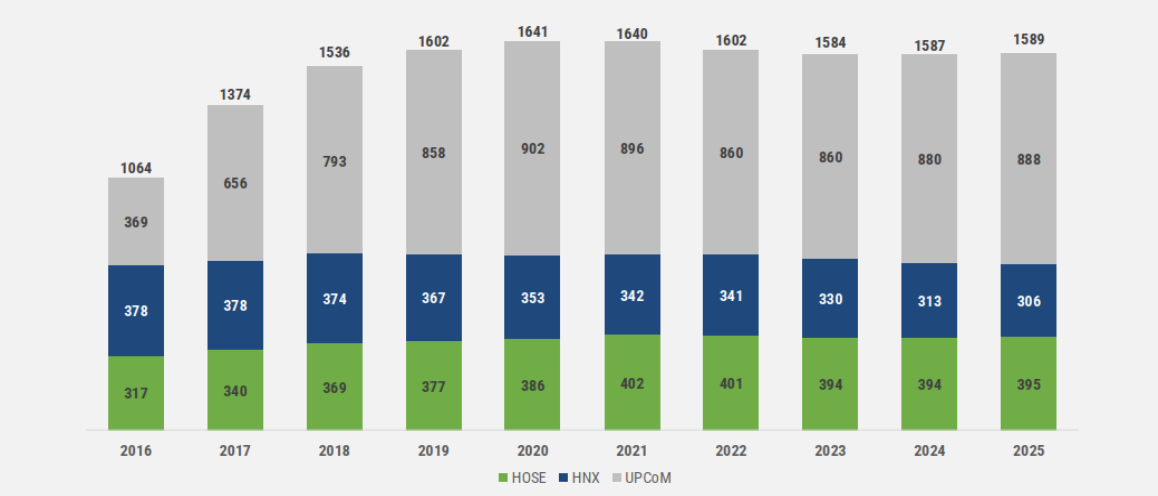
Sau quá trình triển khai công tác cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước, hệ thống DNNN đã được cơ cấu lại theo hướng tinh gọn, tập trung hơn. Nhiều doanh nghiệp hoạt động hiệu quả, tạo nguồn thu lớn cho ngân sách, đồng thời giữ vai trò quan trọng trong việc ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát và ứng phó với những biến động của thị trường. Khu vực này cũng đóng góp đáng kể vào việc xây dựng kết cấu hạ tầng kinh tế - xã hội, thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu kinh tế, nâng cao năng lực sản xuất và thích ứng ngày càng tốt hơn với cơ chế thị trường. Trình độ quản lý và công nghệ được cải thiện rõ rệt, cơ cấu tổ chức hợp lý hơn, hiệu quả và sức cạnh tranh có bước tiến mới, trong khi đời sống của người lao động được nâng cao. Bên cạnh đó, DNNN còn góp phần bảo đảm các cân đối lớn của nền kinh tế, duy trì an sinh xã hội, củng cố quốc phòng - an ninh và thực hiện hiệu quả những nhiệm vụ kinh tế, chính trị, đối ngoại mà Đảng và Nhà nước giao phó. Cùng với đó, vai trò của Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC), Công ty trách nhiệm hữu hạn mua bán nợ Việt Nam (DATC) cũng từng bước được khẳng định, phát huy trong việc hỗ trợ quá trình thoái vốn, tiếp nhận và xử lý nợ của doanh nghiệp cổ phần hóa, là tổ chức chuyên nghiệp trong việc thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp, thoái vốn và sau cổ phần hóa theo đúng định hướng chỉ đạo của Đảng và Nhà nước[158]. Trong thực tiễn, các thương vụ IPO lớn của các doanh nghiệp như Sabeco, Habeco, PV Power, PVOIL… đã cho thấy mặt tích cực của việc niêm yết bắt buộc, đặc biệt là trong việc xác lập giá trị thực doanh nghiệp và mở rộng sở hữu xã hội đối với tài sản công.

Phân tích các quy định của pháp luật về chủ thể thực hiện NYCP, có thể thấy một trong những thành công của khung pháp lý là đã từng bước tạo điều kiện cho việc mở rộng quy mô niêm yết, nâng cao chất lượng doanh nghiệp và hàng hóa cổ phiếu trên thị trường.

[158] Nguyễn Thị Mai Anh (2024), Tlđd.

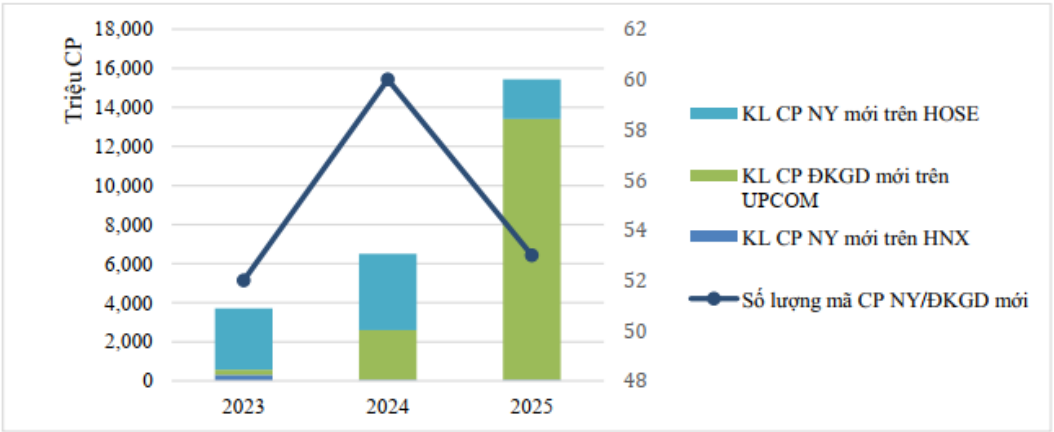
Xu hướng này được phản ánh rõ rệt qua các số liệu thống kê từ Báo cáo thường niên năm 2025 của UBCKNN. Với chủ trương mở rộng thị trường, nâng cao chất lượng doanh nghiệp, hàng hóa cổ phiếu, đồng thời khuyến khích DNNY trên TTCK tập trung, trong năm qua, khối lượng CPNY/ĐKGD mới đạt 15.432 triệu cổ phiếu, tăng gấp 2,37 lần so với năm 2024. Quy mô niêm yết và ĐKGD của thị trường tính đến cuối năm 2025 đạt 2.711 nghìn tỷ đồng, tăng 18,09% so với cuối năm 2024, với 724 cổ phiếu, chứng chỉ quỹ niêm yết trên 2 SGDCK và 869 cổ phiếu ĐKGD trên UPCoM. Mức vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 9.975,36 nghìn tỷ đồng, tăng 39,1% so với cuối năm trước; tương đương 77,6% GDP ước tính năm 2025. [159].

Hình 2.1. Số lượng doanh nghiệp niêm yết tại ngày 31/10 qua các năm



Nguồn: VLCA (2025), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025*[160].

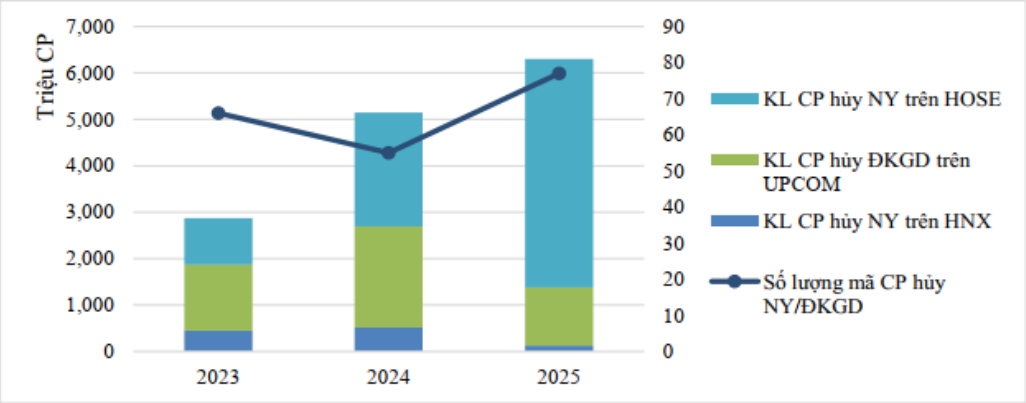
Hình 2.2. Thống kê cổ phiếu niêm yết mới



Nguồn: UBCKNN (2026), *Báo cáo thường niên năm 2025.*

[159] UBCKNN (2026), *Tlđd*, tr. 16.
[160] Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2025), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025*, Tr.10, https://vlca.vn/bao-cao-danh-gia-ve-quan-tri-cong-ty-cho-dnny-2025/, truy cập ngày 31/8/2026.

Hình 2.3. Thống kê cổ phiếu hủy niêm yết



Nguồn: UBCKNN (2026), *Báo cáo thường niên năm 2025.*

Tuy nhiên, những con số này cho thấy bên cạnh xu hướng mở rộng quy mô niêm yết và ĐKGD, thị trường cũng ghi nhận tỷ lệ hủy niêm yết cao. Cụ thể, trong năm 2025, khối lượng cổ phiếu hủy niêm yết/ĐKGD đạt 6.300 triệu cổ phiếu, tăng 22,5% so với năm 2024[161]. Điều này phản ánh cả mặt tích cực trong việc sàng lọc doanh nghiệp yếu kém lẫn những thách thức về duy trì chất lượng niêm yết bền vững. Một trong những nguyên nhân chính của tình trạng này là lợi ích thực tế đối với doanh nghiệp và NĐT chưa rõ ràng, trong khi chi phí niêm yết và tuân thủ lại đa dạng và tương đối cao. DNNY phải chịu các loại chi phí tuân thủ như chi phí báo cáo, kiểm toán, CBTT và chi phí pháp lý, chưa kể các chi phí phát sinh từ thuế và phí giao dịch. Nếu lợi ích như tăng tính minh bạch, huy động vốn hoặc nâng tầm quản trị không đủ lớn và rõ ràng, nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp quy mô nhỏ và vừa, có thể thấy niêm yết không còn là ưu tiên, dẫn đến quyết định hủy niêm yết. Ở góc độ khác, thị trường vốn Việt Nam còn khá nhỏ với độ sâu thanh khoản chưa cao. Theo thống kê, hiện số doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ chiếm gần 94%; số doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm 98% trong tổng số 940.078 doanh nghiệp đang hoạt động[162]. Nhóm doanh nghiệp này thường gặp nhiều khó khăn khi đáp ứng các điều kiện khắt khe như quy mô vốn tối thiểu, kỳ CBTT định kỳ, tiêu chuẩn kiểm toán, minh bạch tài chính... Do đó, với năng lực hạn chế, nhiều doanh nghiệp buộc phải lựa chọn hủy niêm yết hoặc có thể bị buộc hủy theo quy định.

Thực trạng trên đây đồng thời cho thấy một vấn đề đáng lưu ý: nhiều doanh nghiệp vẫn duy trì tâm lý trì hoãn niêm yết và tỷ lệ hủy niêm yết trong những năm gần đây còn ở mức rất cao. Bên cạnh đó, đối với nhóm DNNN có nghĩa vụ NYCP sau cổ phần hóa, dữ liệu cho thấy tiến độ cổ phần hóa, thoái vốn trong những năm gần đây chưa đạt kế hoạch đề ra, kết quả đạt được rất thấp, giảm dần qua các năm, chưa mang tính toàn diện, chưa đi vào thực chất; việc xử lý vướng mắc trong quá trình thoái vốn của DNNN còn gặp nhiều khó khăn. Tính đến hết năm 2024, mới chỉ có 5/19 doanh nghiệp được cổ

[161] UBCKNN (2026), *Tlđd*, tr. 16

[162] Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2025), *"Sách trắng Doanh nghiệp Việt Nam năm 2024"*, https://www.gso.gov.vn/wp-content/uploads/2024/10/Sach-trang-doanh-nghiep-Viet-Nam-2024.pdf.

phần hóa và 63/141 doanh nghiệp được thoái vốn theo kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao[163]. Rõ ràng, pháp luật hiện hành chưa tạo ra sức cưỡng chế hữu hiệu đối với DNNN sau cổ phần hóa trong việc thực hiện nghĩa vụ ĐKGD hoặc NYCP trên TTCK. Đặc biệt, pháp luật vẫn thiếu vắng các biện pháp can thiệp và chế tài đủ mạnh đối với cơ quan đại diện chủ sở hữu nhà nước khi để xảy ra tình trạng chậm niêm yết hoặc kéo dài việc không niêm yết sau cổ phần hóa. Điều này phản ánh một thực tế dường như pháp luật về NYCP chưa thực sự tạo ra động lực đủ mạnh để doanh nghiệp chủ động tham gia hoặc duy trì trạng thái niêm yết một cách ổn định. Các quy định hiện hành mới chỉ tập trung vào khía cạnh quản lý và kiểm soát mà chưa chú trọng đầy đủ đến việc bảo đảm lợi ích thiết thực, lâu dài cho tổ chức phát hành. Hệ quả là sự thiếu gắn kết lợi ích giữa doanh nghiệp, NĐT và thị trường, chưa tạo động lực tham gia thị trường đủ lớn cho doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến tính bền vững của hoạt động NYCP.

2.1.2. Về chủ thể tổ chức và quản lý niêm yết cổ phiếu

Ở Việt Nam hiện nay, hoạt động NYCP được tổ chức và quản lý bởi hai chủ thể chính là SGDCK và UBCKNN. Mỗi chủ thể đảm nhận một vị trí thiết yếu đặc thù trong việc thiết lập, vận hành và kiểm soát tính minh bạch của thị trường CPNY, đồng thời phản ánh mô hình điều tiết phức tạp đặc trưng của các thị trường tài chính hiện đại.

Thứ nhất, SGDCK Việt Nam

Khi nói về mô hình của SGDCK, cần xem xét hình thức sở hữu, cơ cấu tổ chức, mối quan hệ với cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán và các mặt hoạt động chủ yếu của SGDCK. Do điều kiện phát triển kinh tế - xã hội khác nhau, pháp luật về tổ chức và hoạt động của SGDCK của các quốc gia có thể khác nhau về quy định cụ thể song cơ bản đều thừa nhận sự hình thành và phát triển của TTCK (trong đó SGDCK đóng vai trò hạt nhân) là một tất yếu của nền kinh tế thị trường, góp phần huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế. Việc xây dựng một hệ thống pháp luật hoàn thiện, đầy đủ là yêu cầu tiên quyết để đảm bảo cho TTCK hoạt động lành mạnh, phát triển ổn định và bảo đảm quyền, lợi ích hợp pháp cho NĐT[164]. Pháp luật về chứng khoán tại các nền kinh tế thị trường phát triển với những định hướng, trình độ và tính chất khác nhau đã cho ra đời những mô hình tổ chức SGDCK khác nhau[165]. Cho đến nay, các SGDCK ở các nước trên thế giới được tổ chức theo ba mô hình cơ bản: Mô hình SGDCK thuộc sở hữu Nhà nước; mô hình SGDCK thuộc sở hữu tư nhân và mô hình SGDCK thuộc sở hữu hỗn hợp và được tổ chức dưới hình thức CTCP.

Trong quá trình hoàn thiện pháp luật về tổ chức và hoạt động của SGDCK, Việt Nam đã nghiên cứu pháp luật quốc tế, đặc biệt là các nước có TTCK phát triển để học hỏi những kinh nghiệm nhất định, trên cơ sở đó có những những điều chỉnh, bổ sung

---

[163] Nguyễn Thị Mai Anh (2024), Tlđd.
[164] Lê Thị Thu Thủy (2017), *Giáo trình Pháp luật về TTCK*, NXB. Đại học Quốc gia Hà Nội, Tr. 379.
[165] Nguyễn Thái Hà & Nguyễn Phương Thảo (Đồng chủ biên) (2024), *Giáo trình LCK*, Học viện Ngân hàng, Nxb. Lao động, Tr. 132.

cho pháp luật trong nước. Ở Việt Nam hiện nay, SGDCK được tổ chức theo mô hình thuộc sở hữu Nhà nước. Cụ thể, theo Quyết định số 37/2020/QĐ-TTg ngày 23/12/2020 của Thủ tướng Chính phủ, SGDCK Việt Nam *"được tổ chức theo mô hình Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ"*[166]. Ngoài SGDCK Việt Nam và công ty con, không tổ chức, cá nhân nào được phép tổ chức và vận hành thị trường giao dịch chứng khoán[167]. Liên quan đến hoạt động NYCP, SGDCK có quyền: ban hành quy chế về niêm yết; CBTT; tổ chức, vận hành thị trường giao dịch chứng khoán; tổ chức niêm yết; chấp thuận, thay đổi, hủy bỏ niêm yết; cung cấp dịch vụ về thông tin thị trường và thông tin liên quan đến chứng khoán niêm yết; kiểm tra, xử lý vi phạm đối với theo quy chế của Sở; đề nghị cơ quan quản lý nhà nước cung cấp thông tin liên quan đến để phục vụ CBTT theo quy định của pháp luật…[168]. Tựu trung, SGDCK đóng vai trò trung tâm trong việc tổ chức, điều phối và giám sát toàn bộ quá trình NYCP trên TTCK Việt Nam.

LCK năm 2019 cũng đã xác lập một cách tương đối rõ ràng các nghĩa vụ của SGDCK trong hoạt động NYCP: Bảo đảm hoạt động giao dịch chứng khoán trên TTCK được tiến hành công khai, công bằng, trật tự, an toàn và hiệu quả; giám sát hoạt động CBTT của tổ chức niêm yết; Báo cáo, kiến nghị UBCKNN các biện pháp ứng phó, khắc phục sự cố, sự kiện, biến động ảnh hưởng đến an toàn, ổn định và tính toàn vẹn của thị trường giao dịch chứng khoán; vi phạm của tổ chức niêm yết; Cung cấp thông tin và phối hợp với Tổng công ty Lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam (VSDC) trong hoạt động nghiệp vụ chứng khoán và cơ quan có thẩm quyền trong công tác điều tra, phòng, chống vi phạm pháp luật về chứng khoán và TTCK…[169]

Từ góc độ chức năng, SGDCK là nơi thiết lập các tiêu chuẩn kỹ thuật và quy trình nghiệp vụ liên quan đến niêm yết, bao gồm việc tiếp nhận hồ sơ đăng ký niêm yết, đánh giá, chấp thuận niêm yết cũng như theo dõi khả năng duy trì điều kiện sau niêm yết. Như vậy, SGDCK vừa là chủ thể tổ chức thị trường, vừa đảm nhận vai trò phê duyệt, chấp thuận cho các doanh nghiệp đủ điều kiện tham gia thị trường vốn công khai và giám sát hoạt động của các DNNY. Điều đó cho thấy, mặc dù các cơ quan tổ chức, vận hành thị trường luôn khuyến khích các DNNY cổ phiếu tận dụng cơ hội cho chính mình cũng như đóng góp cho sự phát triển chung của TTCK song chính doanh nghiệp phải luôn đảm bảo khả năng đáp ứng những yêu cầu mà pháp luật về NYCP đặt ra.

Về mặt lý luận, có thể thấy pháp luật hiện hành đã trao cho SGDCK Việt Nam một hệ thống thẩm quyền tương đối đầy đủ để thực hiện vai trò tổ chức thị trường và giám sát hoạt động NYCP; phản ánh tiêu chí đầy đủ, thống nhất và rõ ràng của nhóm quy định này. SGDCK không chỉ là đơn vị kỹ thuật vận hành hệ thống giao dịch mà còn là chủ

[166] Xem thêm Điều 1 Quyết định số 37/2020/QĐ-TTg ngày 23/12/2020 của Thủ tướng Chính phủ.
[167] Xem thêm Điều 42 LCK năm 2019.
[168] Xem thêm khoản 1 Điều 46 của LCK năm 2019.
[169] Xem thêm khoản 2 Điều 46 của LCK năm 2019.

thể thực thi các tiêu chuẩn đầu vào của thị trường vốn công khai, từ đó giữ vai trò đảm bảo cho chất lượng của CPNY và bảo vệ quyền lợi NĐT.

Tuy nhiên, một vấn đề đang được giới nghiên cứu và các tổ chức quốc tế quan tâm là tính độc lập trong hoạt động giám sát của SGDCK Việt Nam vẫn còn bị giới hạn. Điều này phần nào gây ảnh hưởng đến tính hiệu quả trong thực thi và tính quốc tế hóa của pháp luật khi điều chỉnh các quan hệ phát sinh giữa SGDCK và các chủ thể trên thị trường. Cụ thể, SGDCK Việt Nam hiện là công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ và Bộ Tài chính được giao thực hiện, các quyền, nghĩa vụ của cơ quan đại diện chủ sở hữu[170]. Mô hình sở hữu này khiến SGDCK Việt Nam dễ rơi vào tình trạng phụ thuộc hành chính, khó bảo đảm sự khách quan, đặc biệt trong các tình huống xử lý vi phạm liên quan đến DNNN niêm yết hoặc các tổ chức có ảnh hưởng chính trị. Một nguyên tắc cốt lõi được đặt ra trên cơ sở Lý thuyết Điều tiết là cần tách bạch rõ ràng giữa cơ quan quản lý và tổ chức vận hành thị trường nhằm tạo ra cơ chế kiểm tra - đối trọng hiệu quả. Nếu không có đủ tính độc lập, các cơ quan quản lý có thể không kiểm soát được thị trường một cách hiệu quả hoặc không hành động vì lợi ích công cộng[171]. Nghiên cứu nền tảng của Shleifer & Vishny (1997) đã chỉ rõ rằng các vấn đề quản trị, trong đó có cả điều tiết thị trường, thường phát sinh bởi sự chồng lấn chức năng và xung đột lợi ích giữa các nhóm quyền lực, dẫn đến tình trạng đại diện yếu kém và mất niềm tin của các NĐT[172]. Mô hình này lý giải tại sao cơ chế độc lập và phân quyền rõ ràng là rất cần thiết để kiểm soát chi phí đại diện và nâng cao hiệu quả hệ thống. Khi tổ chức thị trường và cơ quan quản lý không tách bạch, các quyết sách kiểm duyệt niêm yết hoặc xử lý vi phạm có thể bị ảnh hưởng bởi lợi ích chính trị hoặc hành chính, thay vì vì lợi ích của cổ đông và NĐT công chúng. Thêm vào đó, nghiên cứu của Matthew D. Adler (2009) cũng đã phân tích rằng hệ thống điều tiết hiệu quả cần có sự minh bạch, trách nhiệm giải trình và ngăn ngừa sự kết hợp chức năng điều chế và thực thi chính sách thị trường[173]. Khi các cơ quan này không hoạt động độc lập, khả năng xảy ra xung đột lợi ích là rất lớn khiến quy định không được thực thi đồng bộ và công bằng, từ đó làm giảm hiệu quả của mục tiêu điều tiết, đặc biệt trong môi trường có sự bất cân xứng thông tin.

Liên quan đến vấn đề này, trong Báo cáo Đánh giá về QTCT trong DNNN tại Việt Nam, OECD (2022) đã khuyến nghị rằng để thị trường hoạt động hiệu quả, các SGDCK cần được cơ cấu lại theo hướng tách biệt khỏi cơ quan quản lý nhà nước, tăng cường tính tự chủ trong giám sát và vận hành TTCK một cách minh bạch và hiệu quả hơn[174].

---

[170] Xem thêm Điều 1 Quyết định số 37/2020/QĐ-TTg ngày 23/12/2020 của Thủ tướng Chính phủ.
[171] Matthew D. Adler (2009), Tlđd.
[172] Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1997), Tlđd.
[173] Matthew D. Adler (2009), Tlđd.
[174] OECD (2022), *OECD Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises in Viet Nam*, https://www.oecd.org/en/publications/2022/10/oecd-review-of-the-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-in-viet-nam_431cb009.html, truy cập ngày 03/8/2025.

Nhận định này cũng được củng cố bởi Nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới năm 2023, trong đó nhấn mạnh việc SGDCK Việt Nam tiếp tục thiếu độc lập về mặt vận hành có thể tạo ra nguy cơ xung đột lợi ích và làm suy yếu hiệu quả của khung pháp lý điều tiết thị trường vốn[175]. Nghiên cứu cũng lưu ý rằng sự thiếu phân định rõ ràng giữa các chức năng sở hữu, điều tiết và giám sát đang là một trở ngại lớn trong việc xây dựng một TTCK hiện đại và có khả năng tự vận hành ổn định[176].

Bài học từ thực tiễn quốc tế cũng đã chứng minh vai trò mấu chốt của sự độc lập thể chế trong vận hành SGDCK. Tại Singapore, SGX là một CTĐC được niêm yết trên chính sở giao dịch của mình và chịu sự giám sát của Cơ quan Tiền tệ Singapore (Monetary Authority of Singapore - MAS), một cơ quan quản lý độc lập trực thuộc Chính phủ nhưng hoạt động theo mô hình pháp nhân công lập, độc lập về nghiệp vụ và tài chính. MAS có quyền giám sát, thanh tra và ban hành quy định đối với SGX nhưng không can thiệp vào vận hành hàng ngày hay hoạt động nội bộ của SGX[177]. Tương tự, tại Hàn Quốc, KRX là CTCP đặc biệt, được thành lập theo Đạo luật thị trường vốn và đầu tư tài chính Hàn Quốc. KRX chịu sự quản lý của Ủy ban Dịch vụ Tài chính (Financial Services Commission - FSC) và thực thi quy chế dưới sự giám sát của Cơ quan Giám sát Tài chính (Financial Supervisory Service - FSS)[178]. Mặc dù là tổ chức được ủy quyền và chịu sự giám sát, KRX có quyền tự chủ trong việc ban hành quy chế giao dịch, xử lý vi phạm, quản lý CBTT và vận hành hệ thống giao dịch. Thực tiễn tại các quốc gia như Singapore và Hàn Quốc cho thấy, các SGDCK như SGX hay KRX đều hoạt động với mức độ tự chủ cao và có cơ chế phối hợp minh bạch với cơ quan quản lý (MAS, FSC), từ đó bảo đảm tính hài hòa và hiệu quả giữa điều tiết hành chính với sự nhanh nhạy của cơ chế thị trường[179].

Từ thực trạng trên, có thể nhận thấy rằng khung pháp luật hiện hành tuy đã bước đầu thiết lập nền tảng cho hoạt động tổ chức và vận hành thị trường CPNY nhưng mức độ độc lập trong việc thực hiện chức năng quản lý, giám sát vẫn còn những giới hạn nhất định. Mặc dù pháp luật đã trao cho SGDCK những thẩm quyền tương đối toàn diện, song mô hình hiện nay đã phần nào làm suy giảm tính tự chủ trong thực thi chức năng, ảnh hưởng đến mức độ linh hoạt và có thể cả tính khách quan, hiệu quả trong bối cảnh TTCK ngày càng phát triển phức tạp. Qua đó cho thấy, để nâng cao hiệu quả tổ chức và giám sát NYCP, cần có chiến lược cải cách nhằm tách bạch rõ hơn giữa quyền lực vận

---

[175] The World Bank (2023), *Unlocking the Potential of Viet Nam's Capital Markets*, https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022224202031302/pdf/P176855186fbdd0e8180c114c148e02dc6c.pdf, truy cập ngày 03/8/2025.

[176] The World Bank (2023), *Tlđd*

[177] Singapore Exchange (n.d.), *About SGX*, SGX Group, https://www.sgxgroup.com/about, truy cập ngày 16/8/2025.

[178] Korea Exchange (n.d.), *About KRX*, KRX Global, https://global.krx.co.kr/main/main.jsp, truy cập ngày 16/8/2025.

[179] OECD (2022), *OECD Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises in Viet Nam*, https://www.oecd.org/en/publications/2022/10/oecd-review-of-the-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-in-viet-nam_431cb009.html, truy cập ngày 03/8/2025.

hành thị trường và quyền lực điều tiết nhà nước, đồng thời xây dựng các cơ chế bảo đảm tự chủ, minh bạch và trách nhiệm giải trình của chủ thể tổ chức và quản lý NYCP.

Thứ hai, UBCKNN

UBCKNN *"là cơ quan thuộc Bộ Tài chính thực hiện chức năng tham mưu, giúp Bộ trưởng Bộ Tài chính quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK, tổ chức thực thi pháp luật về chứng khoán và TTCK theo phân cấp, ủy quyền của Bộ trưởng Bộ Tài chính"*[180]. Nhiệm vụ, quyền hạn của UBCKNN được quy định tại khoản 1 Điều 9 LCK năm 2019 và Điều 2 Quyết định số 686/QĐ-BTC ngày 28/02/2025 của Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN. Đối với hoạt động niêm yết, UBCKNN không trực tiếp tiếp nhận, phê duyệt hồ sơ NYCP; trực tiếp tổ chức hoạt động niêm yết; giám sát hoạt động của các tổ chức niêm yết… nhưng giữ vai trò giám sát cấp vĩ mô thông qua các hoạt động: quản lý, thanh tra, kiểm tra, giám sát hoạt động nghiệp vụ chứng khoán của SGDCK Việt Nam và công ty con; chấp thuận hoặc yêu cầu SGDCK sửa đổi quy chế nghiệp vụ; hủy bỏ quyết định liên quan đến hoạt động nghiệp vụ của SGDCK; định hướng tiêu chuẩn niêm yết; quản lý, giám sát hoạt động liên quan đến chứng khoán và thị trường chứng; thanh tra, kiểm tra, giải quyết khiếu nại, tố cáo và xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK; đề xuất chính sách điều tiết thị trường, báo cáo cấp có thẩm quyền về tình hình thị trường và các giải pháp để ổn định thị trường và bảo đảm an ninh, an toàn tài chính…[181]

Trong tổ chức và quản lý TTCK, UBCKNN giữ vị trí cấp giám sát thứ hai trong mô hình giám sát TTCK ở Việt Nam, thực hiện giám sát việc tuân thủ pháp luật của các tổ chức, cá nhân tham gia TTCK, giám sát tuân thủ đối với hoạt động nghiệp vụ của SGDCK, VSDC; giám sát giao dịch bất thường, trong khi SGDCK đóng vai trò chủ thể trực tiếp tổ chức và vận hành thị trường. Mô hình này phản ánh nguyên tắc phân công - phối hợp giữa điều tiết hành chính và quản trị kỹ thuật nhằm bảo đảm cho thị trường vận hành vừa linh hoạt, vừa tuân thủ quy chuẩn. Tuy nhiên, UBCKNN được xác định là đơn vị thuộc Bộ Tài chính cho nên chịu sự phụ thuộc rất lớn cả về tổ chức bộ máy, nhân sự lẫn thẩm quyền pháp lý, khiến cho mức độ độc lập trong điều tiết thị trường chưa cao, ảnh hưởng đến khả năng phản ứng chính sách và thực thi giám sát hiệu quả, đặc biệt là trong bối cảnh thị trường vốn ngày càng phức tạp và hội nhập quốc tế sâu rộng, mạnh mẽ.

Có thể vận dụng Lý thuyết Điều tiết để lý giải vai trò thiết yếu của UBCKNN trong việc duy trì trật tự và công bằng trên thị trường niêm yết, từ đó đánh giá tính đầy đủ, thống nhất, rõ ràng; tính minh bạch, công bằng và tính hiệu quả trong thực thi của nhóm quy định về UBCKNN. Theo nghiên cứu của Matthew D. Adler (2009), cơ quan điều

[180] Khoản 1 Điều 9 LCK năm 2019.
[181] Xem thêm khoản 1 Điều 9 LCK năm 2019 và Điều 2 Quyết định số 686/QĐ-BTC.

tiết hiệu quả phải đảm bảo được ba nguyên tắc: minh bạch, độc lập và trách nhiệm giải trình - đặc biệt là trong các lĩnh vực dễ bị chi phối bởi lợi ích nhóm và thông tin bất cân xứng[182]. Theo cách tiếp cận đó, nếu cơ quan quản lý nhà nước không có quyền tự chủ về tài chính, tổ chức và chuyên môn thì năng lực thực thi điều tiết sẽ bị giới hạn, từ đó có thể dẫn đến hiện tượng "policy capture" (thâu tóm chính sách) - được OECD (2017) mô tả là *"quá trình các quyết định công về chính sách bị liên tục hoặc lặp đi lặp lại chuyển hướng khỏi lợi ích công cộng sang phục vụ lợi ích của một nhóm hoặc cá nhân cụ thể"*[183]. Vấn đề nhận được sự quan tâm hơn cả là trong số các DNNY chịu sự giám sát của UBCKNN bao gồm cả những CTĐC có tỷ lệ sở hữu của Nhà nước cao - vốn là nhóm chủ thể mang tính đặc thù do chịu sự chi phối bởi nhiều yếu tố chính trị và định hướng phát triển kinh tế - xã hội từ phía Nhà nước. Do đó, yêu cầu về tính độc lập và minh bạch trong chức năng điều tiết càng trở nên cấp thiết để bảo đảm rằng các quyết định quản lý được ban hành dựa trên nguyên tắc thị trường và lợi ích công, thay vì chịu ảnh hưởng từ các mối quan hệ hành chính hoặc áp lực phi kinh tế.

Ngoài ra, theo Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, UBCKNN - với vị trí là cấp giám sát cao nhất trong mô hình giám sát TTCK, có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc giảm thiểu khoảng cách mất cân xứng thông tin giữa NĐT và doanh nghiệp thông qua các hoạt động như: giám sát hoạt động CBTT, kiểm tra, thanh tra và xử lý vi phạm, kiểm soát, phát hiện các hoạt động gây nhiễu thị trường... Do vậy, nếu thẩm quyền giám sát của cơ quan quản lý nhà nước về TTCK bị hạn chế hoặc thiếu tính độc lập, các hành vi gian lận, thao túng giá hoặc thông tin sai lệch sẽ có cơ hội lan rộng hơn, đe dọa trực tiếp đến tính công bằng và hiệu quả của thị trường vốn. OECD nhấn mạnh rằng trong thiết kế tổ chức và hoạt động của các cơ quan điều tiết như UBCKNN cần có biện pháp nhằm phòng ngừa thâu tóm chính sách, bao gồm tăng tính minh bạch, trách nhiệm giải trình và tách biệt rõ ràng giữa các chức năng lập pháp, thực thi và giám sát[184].

Thực tiễn quốc tế cho thấy, tại nhiều quốc gia có TTCK phát triển, cơ quan quản lý thị trường thường là một thiết chế độc lập với nhiều thẩm quyền rộng lớn. Tiêu biểu có thể kể đến SEC (Hoa Kỳ) hay Cơ quan Dịch vụ Tài chính Nhật Bản (Japan Financial Services Agency - JFSA). Ở Mỹ, SEC là một cơ quan độc lập, bao gồm năm Ủy viên, trong đó không quá ba người thuộc cùng một đảng phái chính trị[185]. Giống như các cơ quan độc lập khác, Tổng thống không thể bãi nhiệm một Ủy viên mà không có lý do chính đáng và cơ quan này không báo cáo hay chịu trách nhiệm trước Nhà Trắng hay bất kỳ bộ phận nào của chính quyền. Sự độc lập này cùng với chất lượng đội ngũ nhân viên cho phép cơ quan tự do làm những gì họ tin là đúng đắn cho các NĐT và thị trường

---

[182] Matthew D. Adler (2009), Tlđd.
[183] OECD (2017), "Preventing Policy Capture: Integrity in Public Decision Making", *OECD Public Governance Reviews*, p. 18, OECD Publishing, Paris, http://dx.doi.org/10.1787/9789264065239-en, accessed on 04/8/2025.
[184] OECD (2017), "Preventing Policy Capture: Integrity in Public Decision Making", *OECD Public Governance Reviews*, p. 18, OECD Publishing, Paris, http://dx.doi.org/10.1787/9789264065239-en, truy cập ngày 04/8/2025.
[185] Securities and Exchange Commission v. Blinder, Robinson & Co., Inc., 855 F.2d 677 (10th Cir. 1988).

mà không bị can thiệp bởi chính trị hay áp lực bên ngoài[186]. Tương tự, ở Nhật Bản, JFSA là một cơ quan của Chính phủ chịu trách nhiệm giám sát toàn bộ hệ thống tài chính bao gồm ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán. Việc JFSA được xác định là một cơ quan độc lập bên ngoài trực thuộc Văn phòng Nội các thay vì nằm trong hệ thống hành chính của Bộ Tài chính[187] cho thấy tính độc lập tương đối trong cơ cấu thể chế của cơ quan này; đồng thời, phản ánh cơ chế điều tiết tập trung, chuyên trách và giảm thiểu những can thiệp hành chính không cần thiết, góp phần duy trì sự minh bạch, ổn định và hiệu quả của thị trường tài chính Nhật Bản. Có thể thấy rằng, tính độc lập và thẩm quyền rộng lớn, mạnh mẽ của SEC và JFSA là yếu tố chính giúp bảo đảm sự linh hoạt, chuyên môn hóa và phản ứng nhanh trước các biến động thị trường trong vai trò cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán - điều mà UBCKNN của Việt Nam hiện nay chưa hoàn toàn đạt được. Chính vì thế, Ngân hàng Thế giới đã từng khuyến nghị Việt Nam cần cân nhắc về địa vị pháp lý của UBCKNN nhằm hỗ trợ tính độc lập và năng lực hoạt động của Ủy ban với tư cách là cơ quan quản lý và giám sát TTCK; cần nâng cấp vị thế pháp lý của UBCKNN để hướng đến mô hình điều tiết độc lập hơn, có khả năng bảo vệ quyền lợi NĐT và thúc đẩy niềm tin vào thị trường tài chính[188].

Tóm lại, UBCKNN là thiết chế trung tâm trong cấu trúc quản lý TTCK Việt Nam với chức năng chủ yếu bao gồm đề xuất hoạch định chính sách, ban hành chuẩn mực pháp lý và giám sát việc tuân thủ quy định trong toàn bộ quá trình NYCP. Tuy nhiên, trong bối cảnh TTCK mới được nâng hạng, hội nhập sâu rộng và ngày càng diễn biến phức tạp hơn, nhằm nâng cao tính hiệu quả thực thi pháp luật về NYCP, cần từng bước cải cách mô hình tổ chức của UBCKNN theo hướng không chỉ đáp ứng yêu cầu nội tại của thị trường vốn trong nước mà còn phù hợp với các khuyến nghị của tổ chức quốc tế như IOSCO, OECD hay World Bank về việc xây dựng một khuôn khổ điều tiết minh bạch, hiệu quả và có khả năng bảo vệ quyền lợi NĐT trong dài hạn.

2.1.3. Về chủ thể trung gian hỗ trợ, phục vụ niêm yết cổ phiếu

Một trong những yêu cầu đặt ra đối với pháp luật về NYCP là cần phải xây dựng một hệ sinh thái niêm yết phản ánh tư duy điều tiết hiện đại, phát huy tối đa vai trò của tất cả các nhóm chủ thể tham gia niêm yết - từ đó phản ánh tính đầy đủ, thống nhất, rõ ràng; tính linh hoạt, phù hợp và đặc biệt là tính minh bạch, công bằng của pháp luật. Trong hệ sinh thái đó, các chủ thể trung gian đóng vai trò then chốt trong việc bảo đảm cho quá trình NYCP diễn ra minh bạch, hiệu quả và phù hợp với chuẩn mực quốc tế. Pháp luật Việt Nam đã ghi nhận và phân loại tương đối đầy đủ hệ thống các tổ chức trung gian này. LCK năm 2019 và các văn bản hướng dẫn thi hành xác định những chủ

---

[186] White, M. J. (2013), *The importance of independence*, U.S. Securities and Exchange Commission, Oct. 3, 2013, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/spch100113mjw, truy cập ngày 16/8/2025.
[187] Financial Services Agency (Japan) (n.d.), *Pamphlet: About the FSA*, https://www.fsa.go.jp/en/about/pamphlet_e.pdf, truy cập ngày 16/8/2025.
[188] The World Bank (2023), *Tlđd*.

thể trung gian tham gia hỗ trợ và phục vụ hoạt động niêm yết bao gồm: CTCK, tổ chức kiểm toán được chấp thuận, VSDC, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, ngân hàng giám sát, ngân hàng lưu ký, cùng các tổ chức tư vấn và tổ chức xã hội - nghề nghiệp về chứng khoán. Cách thiết kế này đã phần nào phản ánh định hướng đúng đắn của nhà làm luật, theo đó chức năng hỗ trợ, giám sát và kiểm soát rủi ro đối với hoạt động niêm yết không chỉ do Nhà nước đảm nhận mà còn được phân bổ cho các tổ chức trung gian, góp phần thiết lập một cơ chế điều tiết hỗn hợp vừa dựa vào quyền lực công, vừa dựa vào cơ chế thị trường.

Ở cấp độ phân tích chi tiết, mỗi nhóm trung gian đảm nhận một chức năng đặc thù và không thể thay thế.

Thứ nhất, CTCK giữ vai trò tư vấn, bảo lãnh phát hành và hỗ trợ doanh nghiệp hoàn thiện hồ sơ niêm yết theo quy định tại Điều 72 LCK năm 2019. Trên phương diện lý thuyết, sự tham gia của CTCK với vai trò tư vấn niêm yết giống như một cơ chế hỗ trợ tuân thủ cho DNNY, từ đó bổ sung cho hiệu lực của khung kiểm soát mang tính pháp lý. Theo Lý thuyết Đại diện, mối quan hệ giữa cổ đông và ban điều hành luôn tiềm ẩn rủi ro thông tin bất cân xứng, tạo cơ hội cho hành vi thiên vị hoặc tư lợi. Mặc dù CTCK là nhà cung cấp dịch vụ theo cho tổ chức phát hành, nhưng chính quá trình thẩm định năng lực tài chính, rà soát tính hợp pháp và hoàn chỉnh của hồ sơ niêm yết, đặc biệt là khi CTCK thực hiện cam kết bảo lãnh phát hành, sẽ góp phần giảm thiểu chi phí thông tin mà từng NĐT riêng lẻ khó có thể tự gánh vác. Từ góc độ Lý thuyết Tín hiệu, việc doanh nghiệp lựa chọn một CTCK có uy tín để đồng hành trong quá trình niêm yết cũng sẽ tạo ra tín hiệu tích cực cho thị trường, qua đó gia tăng niềm tin của NĐT, đặc biệt là cổ đông nhỏ, vào tính minh bạch và khả năng thành công của thương vụ, góp phần ổn định giá trị cổ phiếu sau khi lên sàn. Thực tiễn trên TTCK Việt Nam cho thấy, các thương vụ niêm yết thành công của các doanh nghiệp lớn đều có sự đồng hành của các CTCK hàng đầu. Tiêu biểu có thể kể đến Vietcombank Securities (VCBS) - một trong những CTCK tiên phong khẳng định vị thế trên thị trường thông qua việc tư vấn thành công nhiều thương vụ IPO, trong đó nổi bật nhất là đợt IPO của Vietcombank năm 2007[189] - một trong những đợt IPO quy mô lớn nhất tại Việt Nam thời điểm đó với 97,5 triệu cổ phiếu được chào bán, giúp Vietcombank huy động được hơn 10 nghìn tỷ đồng[190]. Trong đợt IPO này, VCBS giữ vai trò then chốt trong việc tư vấn phương án phát hành, xác định giá khởi điểm, chuẩn bị hồ sơ niêm yết và kết nối với các NĐT chiến lược. Việc tham gia của VCBS không chỉ bảo đảm quy trình IPO diễn ra theo đúng quy

[189] Vietcombank Securities, *Về chúng tôi*, https://tuyendung.vcbs.com.vn/ve-chung-toi-35a523ab/vi, truy cập ngày 18/8/2025.

[190] Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (2007), "Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam với tiến trình cổ phần hóa", *Báo cáo thường niên 2007*, https://portal.vietcombank.com.vn/content/Investors/Investors/B%C3%A1o%20c%C3%A1o%20th%C6%B0%E1%BB%9Dng%20ni%C3%AAn/N%C4%83m%202007/Ngan%20hang%20Ngoai%20thuong%20Viet%20Nam%20voi%20tien%20trinh%20co%20phan%20hoa.pdf, truy cập ngày 18/8/2025.

chuẩn pháp lý mà còn góp phần quan trọng vào thành công của đợt chào bán, khi cổ phiếu Vietcombank nhanh chóng ổn định giá trị và tạo dựng được niềm tin bền vững từ phía NĐT. Thành công này minh chứng rõ nét cho vai trò không thể thay thế của CTCK nói chung trong hệ sinh thái niêm yết: vừa là cầu nối giữa doanh nghiệp và thị trường, vừa là nhân tố bảo chứng cho tính minh bạch và hiệu quả của hoạt động huy động vốn.

Thứ hai, tổ chức kiểm toán độc lập được chấp thuận theo Điều 112 LCK năm 2019 có chức năng kiểm toán báo cáo tài chính của doanh nghiệp trước khi thực hiện niêm yết. Đây là cơ chế pháp lý trọng yếu nhằm đảm bảo thông tin công bố có độ tin cậy cao, tạo cơ sở cho NĐT và cơ quan quản lý đánh giá đúng tình hình tài chính của tổ chức phát hành. Trên phương diện lý thuyết, sự tham gia của kiểm toán độc lập gắn chặt với Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, góp phần thu hẹp khoảng cách thông tin giữa ban điều hành và cổ đông thông qua việc xác nhận tính trung thực, hợp lý của báo cáo tài chính. Đồng thời, từ góc độ Lý thuyết Bảo vệ NĐT, kiểm toán độc lập được xem là cơ chế bảo đảm quyền lợi của cổ đông nhỏ, vốn không có khả năng tự mình tiếp cận, phân tích và xác minh dữ liệu tài chính phức tạp. Các nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam cho thấy chất lượng kiểm toán có ảnh hưởng trực tiếp đến mức độ tin cậy của thông tin công bố và đến quyết định nắm giữ dài hạn của NĐT tổ chức[191] [192]. Trên thị trường CPNY, với sự đồng hành của các công ty kiểm toán quốc tế thuộc nhóm Big4 trong quá trình niêm yết, rất nhiều doanh nghiệp, tập đoàn lớn đã tạo được tín hiệu mạnh mẽ về tính minh bạch và chuẩn mực quản trị, nhờ đó thu hút được sự quan tâm của cả NĐT trong nước lẫn quốc tế[193]. Minh chứng tiêu biểu là Vinamilk - công ty liên tục sử dụng dịch vụ kiểm toán quốc tế trong các giai đoạn niêm yết và mở rộng vốn, qua đó khẳng định hình ảnh doanh nghiệp có độ tin cậy cao trên thị trường. Điều này cho thấy vai trò của tổ chức kiểm toán độc lập trong hoạt động niêm yết không chỉ dừng ở việc đáp ứng yêu cầu pháp lý, nâng cao tính minh bạch của cổ phiếu mà còn mang ý nghĩa như một sự bảo đảm đối với NĐT. Tuy nhiên, trái ngược với trạng thái này, có rất nhiều vi phạm liên quan đến CPNY trên TTCK đã phơi bày lỗ hổng trong chất lượng kiểm toán và đặt ra yêu cầu phải đánh giá lại hiệu quả của cơ chế kiểm toán độc lập cũng như giám sát hậu kiểm. Trường hợp CTCP Tập đoàn Lộc Trời là một ví dụ điển hình: lợi nhuận sau thuế năm 2023 trên BCTC hợp nhất tự lập quý IV/2023 được công bố là hơn 265 tỷ đồng, trong khi BCTC hợp nhất năm 2023 đã kiểm toán ghi nhận chỉ còn hơn 16 tỷ

---

[191] Huong, H. D., Huong, P. T., & Tu, T. T. N. (2025), "The Impact of Audit Quality Factors on Investor Confidence in Vietnamese Capital Markets: The Moderating Role of Financial Literacy", *Indian Journal of Information Sources and Services*, 15(2), pp. 300–314, https://doi.org/10.51983/ijiss-2025.IJISS.15.2.38.

[192] Chi Bich Thi Pham, Thu Minh Thi Vu, Linh Ha Nguyen, Dung Duc Nguyen (2020), "Audit quality and stock return co-movement: Evidence from Vietnam. Journal of Asian Finance", *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 7(7), pp. 139–147. https://www.researchgate.net/publication/343346372_Audit_Quality_and_Stock_Return_Co-Movement_Evidence_from_Vietnam.

[193] Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Trung Thùy Linh, Nguyễn Thị Hồng Anh & Đào Diệu Hằng (2024), "Phân tích tác động của chất lượng kiểm toán báo cáo tài chính đến giá cổ phiếu các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam", *Tạp chí Khoa học Đại học Thăng Long*, A3(2): 1–16 (2024).

đồng; sau đó, doanh nghiệp bị UBCKNN xử phạt do CBTT sai lệch về chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế năm 2023[194]. Các vụ việc tương tự cho thấy thực trạng sai lệch thông tin tài chính chủ yếu được ghi nhận và xử lý dưới góc độ là hành vi vi phạm nghĩa vụ CBTT của DNNY, trong khi trách nhiệm pháp lý cụ thể của tổ chức kiểm toán, kiểm toán viên hoặc cơ chế bồi thường thiệt hại cho NĐT của những chủ thể này lại chưa được thể hiện rõ trong các quyết định xử lý vi phạm của cơ quan có thẩm quyền. Điều này phản ánh khoảng trống trong việc gắn kết giữa kiểm toán độc lập, giám sát niêm yết và trách nhiệm dân sự đối với thiệt hại phát sinh từ thông tin tài chính sai lệch. Một trường hợp nghiêm trọng hơn có liên quan đến hoạt động thao túng thị trường của ông Trịnh Văn Quyết - nguyên Chủ tịch Tập đoàn FLC. Trong vụ việc này, kiểm toán viên từ Công ty TNHH Kiểm toán và Kế toán Hà Nội (CPA Hà Nội) đã bị truy tố vì đã đồng ý xác nhận báo cáo tài chính mà không thực hiện đầy đủ các thủ tục kiểm toán cần thiết, góp phần hợp thức hóa hồ sơ NYCP ROS của Công ty CP Xây dựng FLC Faros, tiếp tay cho hành vi sai phạm về CBTT. Vụ việc cho thấy kiểm toán độc lập không chỉ là chủ thể cung cấp dịch vụ nghề nghiệp cho tổ chức phát hành mà còn là bộ phận quan trọng trong cơ chế xác thực thông tin tài chính của thị trường, có nghĩa vụ kiểm tra tính trung thực, hợp lý của báo cáo tài chính và phát hiện các sai lệch trọng yếu có thể ảnh hưởng đến quyết định của NĐT. Khi kiểm toán viên vi phạm chuẩn mực nghề nghiệp hoặc xác nhận báo cáo tài chính một cách thiếu thận trọng, kết quả kiểm toán có thể trở thành công cụ hợp thức hóa thông tin sai lệch, làm suy yếu cơ chế thẩm định của cơ quan quản lý và phá vỡ chức năng giám sát của thị trường. Do đó, trách nhiệm pháp lý của kiểm toán độc lập cần được đặt trong mối liên hệ chặt chẽ với cơ chế giám sát niêm yết: báo cáo kiểm toán là một đầu vào quan trọng để UBCKNN, SGDCK và NĐT đánh giá chất lượng thông tin của tổ chức đăng ký niêm yết; ngược lại, khi xuất hiện sai phạm, phải có cơ chế truy cứu trách nhiệm không chỉ đối với doanh nghiệp và người quản lý doanh nghiệp mà cả các chủ thể trung gian nghề nghiệp đã góp phần tạo lập hoặc xác nhận thông tin sai lệch.

Thứ ba, Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ Chứng khoán Việt Nam - được quy định tại các Điều 58 và 59 LCK năm 2019 - là tổ chức duy nhất cung cấp dịch vụ lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán, giữ vai trò hạ tầng kỹ thuật cốt lõi của thị trường. Việc thiết kế VSDC theo mô hình tập trung phản ánh đúng yêu cầu của một TTCK hiện đại, trong đó sự an toàn, tính toàn vẹn của giao dịch và quyền sở hữu NĐT được đặt lên hàng đầu. Ở bình diện lý thuyết, sự tồn tại của VSDC có thể lý giải từ nội dung Lý thuyết Điều tiết, khi Nhà nước thiết lập cơ chế độc quyền trong lưu ký và bù trừ chứng khoán để kiểm soát rủi ro hệ thống, hạn chế tình trạng mất cân đối và ngăn ngừa nguy cơ đổ vỡ dây chuyền. Đồng thời, xét theo Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, VSDC đóng vai

[194] Thời báo Tài chính Việt Nam (2025), *"Tập đoàn Lộc Trời bị xử phạt do vi phạm về CBTT"*, https://thoibaotaichinhvietnam.vn/tap-doan-loc-troi-bi-xu-phat-do-vi-pham-ve-cong-bo-thong-tin-182326.html, truy cập ngày 07/7/2026.

trò thu hẹp khoảng cách thông tin bằng cách ghi nhận, xác nhận và công bố minh bạch quyền sở hữu cũng như quá trình chuyển nhượng chứng khoán, qua đó tạo nền tảng dữ liệu thống nhất và đáng tin cậy cho mọi NĐT. Theo Bộ nguyên tắc về các thiết chế hạ tầng thị trường tài chính của CPMI-IOSCO (2012), các hạ tầng thị trường phải thiết lập và duy trì những chuẩn mực trao đổi thông tin chặt chẽ nhằm bảo đảm sự truyền tải thông tin đáng tin cậy và kịp thời giữa các chủ thể tham gia (Nguyên tắc 22)[195]; đồng thời, bộ nguyên tắc cũng yêu cầu các hạ tầng thị trường phải công bố công khai, rõ ràng và toàn diện các quy tắc hoạt động, thủ tục cốt lõi và phạm vi dịch vụ cung cấp cho thành viên cũng như công chúng (Nguyên tắc 23)[196]. Như vậy, có thể thấy rằng các hệ thống thanh toán, hệ thống lưu ký tập trung chứng khoán (CSDs) và tổ chức bù trừ (CCPs) - ở Việt Nam hiện nay là VSDC - sẽ góp phần thu hẹp tình trạng bất cân xứng thông tin thông qua việc ghi nhận, xác nhận quyền sở hữu và công bố dữ liệu minh bạch, qua đó củng cố niềm tin và sự ổn định của TTCK. Thực tiễn phát triển của VSDC cho thấy quy mô hoạt động của tổ chức này ngày càng được mở rộng và chuyên nghiệp, hiệu quả hơn. Theo Báo cáo thường niên của UBCKNN, trong năm 2025, khối lượng chứng khoán đăng ký mới và đăng ký bổ sung đạt 45,8 tỷ chứng khoán, tăng 81,8% so với năm 2024. Trong đó tổng số cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và chứng quyền đăng ký đạt 41,5 tỷ chứng khoán, tăng 93,9% và tổng số trái phiếu đăng ký đạt 4,3 tỷ chứng khoán, tăng 13,7%. Tính đến cuối năm 2025, đã có 2.061 tổ chức phát hành đăng ký chứng khoán tại VSDC với tổng số 4.051 mã chứng khoán. Số lượng chứng khoán lưu ký mới phát sinh trong năm 2025 là 32,97 tỷ chứng khoán, tăng 31,5% so với năm 2024, nâng tổng số chứng khoán lưu ký tại VSDC vào cuối năm 2025 lên 200,8 tỷ chứng khoán[197]. Tuy vậy, hoạt động của VSDC trên thực tế vẫn bộc lộ một số hạn chế. Việc tập trung toàn bộ chức năng lưu ký và bù trừ vào một tổ chức duy nhất có nguy cơ làm giảm tính linh hoạt của hệ thống và tạo ra rủi ro tập trung. Bên cạnh đó, tiến độ triển khai hệ thống KRX trong những năm vừa qua nhiều lần chậm so với kế hoạch đặt ra, cho thấy những thách thức trong quản trị dự án và năng lực công nghệ. Dẫu còn tồn tại những điểm yếu này, không thể phủ nhận rằng VSDC vẫn giữ vai trò hạ tầng cốt lõi của TTCK Việt Nam, vừa bảo đảm an toàn hệ thống, vừa nâng cao tính minh bạch và củng cố niềm tin của NĐT.

Thứ tư, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán (được quy định tại các Điều 75 đến 77 LCK năm 2019) tuy không trực tiếp tham gia vào quá trình NYCP nhưng giữ vai trò nền tảng trong việc tạo lập cầu đầu tư dài hạn cho CPNY. Sự tồn tại của công ty quản lý quỹ có thể lý giải bằng Lý thuyết Bảo vệ NĐT - các quỹ đầu tư chuyên nghiệp chính

---

[195] CPMI-IOSCO (2012), *Principles for financial market infrastructures*, Bank for International Settlements, https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf, truy cập ngày 20/8/2025.

[196] CPMI-IOSCO (2012), *Tlđd*.

[197] UBCKNN (2026), *Báo cáo thường niên năm 2025*, tr. 22 – 23, Cổng thông tin điện tử UBCKNN, https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/l/chitit?dDocName=APPSSCGOVVN1620169628, truy cập ngày 03/8/2026.

là cơ chế tập thể hóa quyền lợi của cổ đông nhỏ, giúp họ tiếp cận cơ hội đầu tư với mức chi phí và rủi ro thấp hơn đáng kể so với việc đầu tư riêng lẻ. Đồng thời, dưới góc độ Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, sự tồn tại của các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán còn góp phần giảm bớt tình trạng chênh lệch thông tin nhờ vào năng lực phân tích chuyên sâu, hệ thống quản trị rủi ro và khả năng giám sát doanh nghiệp phát hành của công ty quản lý quỹ mà các NĐT cá nhân khó có thể đạt được. Thực tiễn trên TTCK Việt Nam cho thấy sự phát triển của hệ thống quỹ đầu tư, đặc biệt là các quỹ mở và quỹ ETF, đã góp phần gia tăng đáng kể tính thanh khoản và tính ổn định của CPNY. Theo UBCKNN (2026), hoạt động kinh doanh của các công ty quản lý quỹ năm 2025 tương đối ổn định, quy mô tài sản quản lý, kết quả kinh doanh của các công ty có sự tăng trưởng đều qua các năm. Tổng doanh thu năm 2025 của các công ty quản lý quỹ là 4.788 tỷ đồng (tăng 11,4% so với năm 2024), tổng lợi nhuận là 1.596 tỷ đồng (tăng 6,4% so với năm 2024). Tổng tài sản quản lý của các công ty có sự tăng trưởng mạnh, nếu như vào thời điểm cuối năm 2024, tổng giá trị tài sản quản lý (AUM) tại các công ty quản lý quỹ là khoảng 749 nghìn tỷ đồng thì đến thời điểm 31/12/2025 là hơn 839 nghìn tỷ đồng (tăng 12%), trong đó tổng giá trị danh mục đầu tư của khách hàng ủy thác là hơn 739 nghìn tỷ đồng (tăng 12,48%) và tổng giá trị tài sản ròng của các quỹ là hơn 100 nghìn tỷ đồng (tăng 8,82%)[198]. Sự hiện diện ngày càng lớn của các quỹ đầu tư đã tạo ra nguồn cầu ổn định, giúp CPNY duy trì được mức thanh khoản bền vững ngay cả trong bối cảnh thị trường biến động. Minh chứng cụ thể có thể thấy ở các quỹ ETF điển hình như quỹ ETF VFMVN30, ETF VFMVN Diamond, ETF SSIAM VNFin Lead, ETF VinCapital VN100,… đã thu hút dòng vốn lớn từ cả NĐT trong nước lẫn nước ngoài, qua đó hỗ trợ thanh khoản cho các cổ phiếu thuộc rổ chỉ số VN Diamond Index, VNFIN Lead Index, VN100 Index… Tuy nhiên, bên cạnh những đóng góp tích cực, hệ thống quản lý quỹ tại Việt Nam vẫn còn tồn tại hạn chế nhất định, như quy mô quỹ còn nhỏ so với chuẩn khu vực, năng lực quản trị rủi ro và chuẩn mực minh bạch thông tin chưa đồng đều giữa các công ty quản lý quỹ... Do đó, để phát huy tối đa vai trò trung gian của công ty quản lý quỹ trong hoạt động niêm yết, cần tiếp tục hoàn thiện cơ chế giám sát, nâng cao chuẩn mực quản trị và khuyến khích sự tham gia của các quỹ ngoại có uy tín. Có thể thấy rằng, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán giữ vị trí quan trọng trong hệ sinh thái niêm yết, không chỉ với tư cách nhà quản lý vốn chuyên nghiệp mà còn là kênh truyền dẫn niềm tin, bảo đảm cho sự phát triển dài hạn, minh bạch và bền vững của thị trường CPNY tại Việt Nam.

Thứ năm, ngân hàng giám sát (được quy định tại Điều 116 LCK năm 2019) đóng vai trò thiết yếu như một định chế bảo đảm an toàn cho tài sản của NĐT, đồng thời giám sát hoạt động các công ty quản lý quỹ. Về mặt pháp lý, *"Ngân hàng giám sát là ngân hàng thương mại có Giấy chứng nhận đăng ký hoạt động lưu ký chứng khoán do*

[198] UBCKNN (2026), *Tlđd*, tr. 25 - 26.

UBCKNN cấp, thực hiện các dịch vụ lưu ký và giám sát việc quản lý quỹ đại chúng, công ty đầu tư chứng khoán"[199]. Dựa trên Lý thuyết Bảo vệ NĐT, sự hiện diện của ngân hàng giám sát nhằm đảm bảo tài sản của NĐT được bảo vệ rành mạch, tránh rủi ro quản trị nội bộ hoặc chiếm dụng tài sản. Ngoài ra, từ góc độ Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, ngân hàng giám sát tham gia giám sát nghiệp vụ của quỹ, qua đó nâng cao tính minh bạch và đáng tin cậy của thông tin tài sản quỹ đến các NĐT, đặc biệt là NĐT cá nhân. Tuy nhiên, thực tế hoạt động của loại hình này vẫn còn tồn tại một số hạn chế: năng lực kiểm soát và minh bạch giữa các ngân hàng lưu ký trong nước vẫn còn chênh lệch, chưa đồng đều, đặc biệt so với định chế tài chính quốc tế có tiêu chuẩn kiểm soát cao. Hơn nữa, khả năng tự động hóa và liên kết hệ thống giữa ngân hàng lưu ký với VSDC và công ty quản lý quỹ đôi khi chưa đồng bộ, khiến rủi ro tạo dữ liệu sai hoặc gián đoạn thông tin vẫn tiềm ẩn. Nhìn chung, ngân hàng giám sát giữ vị trí then chốt trong hệ sinh thái niêm yết, đặc biệt là trong vấn đề bảo đảm quyền tài sản và minh bạch thông tin; do đó, để phát huy hiệu quả, pháp luật cần tiếp tục nâng cao tiêu chuẩn nghiệp vụ, ứng dụng công nghệ và tăng cường năng lực giám sát của nhóm chủ thể này để hướng tới đáp ứng và hội nhập tiêu chuẩn quốc tế.

Thứ sáu, các tổ chức xã hội - nghề nghiệp trong lĩnh vực chứng khoán, tiêu biểu như Hiệp hội Kinh doanh chứng khoán Việt Nam (VASB) và Hiệp hội các NĐT tài chính Việt Nam (VAFI), là những chủ thể trung gian quan trọng trong hệ sinh thái NYCP, có chức năng hỗ trợ hoạt động niêm yết về mặt chính sách, chuẩn mực nghề nghiệp và truyền thông thị trường. Các tổ chức này có trách nhiệm phối hợp với cơ quan quản lý về chứng khoán và TTCK trong việc tuyên truyền, phổ biến pháp luật về chứng khoán và TTCK đến các hội viên[200]. Việc thực hiện mục đích, tôn chỉ, Điều lệ hoạt động của các tổ chức xã hội - nghề nghiệp chịu sự giám sát của UBCKNN[201]. Dưới góc độ lý thuyết, vai trò của các hiệp hội này có thể được lý giải bởi Lý thuyết Điều tiết và Lý thuyết Bảo vệ NĐT. Một mặt, các hiệp hội đóng vai trò trung gian giữa nhà làm luật và thị trường, góp phần định hình khuôn khổ pháp lý và bảo đảm cho việc điều tiết dựa trên hiểu biết thực tiễn, giảm thiểu rủi ro điều tiết lệch pha. Mặt khác, với tư cách là đại diện cho tiếng nói của cộng đồng doanh nghiệp và NĐT, các tổ chức xã hội - nghề nghiệp thúc đẩy các chuẩn mực minh bạch, giám sát đạo đức nghề nghiệp, bảo vệ quyền lợi của cổ đông nhỏ - những đối tượng dễ bị tổn thương nhất trong hoạt động NYCP. Trên thực tế, VASB thường xuyên tổ chức các hội thảo chuyên đề, diễn đàn chính sách và hoạt động đào tạo về NYCP, CBTT, QTCT,… nhằm nâng cao năng lực thị trường và kết nối giữa cơ quan quản lý, doanh nghiệp và NĐT, đồng thời, đưa ra nhiều khuyến nghị chính sách cho cơ quan có thẩm quyền nhằm hoàn thiện các quy định liên quan đến TTCK nói chung, hoạt động NYCP nói riêng. Sự hiện diện của các tổ chức xã hội - nghề nghiệp đã

[199] Xem thêm Điều 116 LCK năm 2019.
[200] Xem thêm: khoản 2 Điều 10 LCK năm 2019.
[201] Điểm n khoản 1 Điều 9 LCK năm 2019.

góp phần tạo lập một cộng đồng thị trường gắn kết, lan tỏa các nguyên tắc minh bạch, công bằng và trách nhiệm xã hội. Tuy nhiên, hiện các tổ chức này vẫn hoạt động chủ yếu theo cơ chế tự quản, thiếu công cụ pháp lý hữu hiệu để thực thi chuẩn mực đạo đức hoặc xử lý các hành vi vi phạm từ hội viên. Vai trò phản biện chính sách và phổ biến thông tin của các hiệp hội cũng chưa được pháp điển hóa rõ ràng trong các văn bản quy phạm pháp luật hiện hành. Do đó, để phát huy tối đa chức năng trung gian của nhóm chủ thể này, cần thiết phải tiếp tục hoàn thiện cơ chế pháp lý, mở rộng quyền tham vấn chính sách và khuyến khích hoạt động độc lập của các hiệp hội nghề nghiệp trong lĩnh vực chứng khoán.

Không chỉ dừng lại ở bình diện quy phạm, vai trò của các nhóm chủ thể trong hoạt động NYCP còn được phản ánh rõ nét từ thực tiễn thị trường, đặc biệt thông qua những hạn chế, bất cập và các sai phạm điển hình phát sinh trong quá trình thực thi pháp luật. Vụ án Trịnh Văn Quyết và Công ty CP Xây dựng FLC Faros (ROS) có thể được xem là một đại án điển hình trong lĩnh vực chứng khoán ở Việt Nam những năm gần đây, cho thấy các sai phạm trong hoạt động NYCP không bắt nguồn từ một chủ thể đơn lẻ mà là kết quả của sự tương tác giữa cả ba nhóm chủ thể tham gia. *Thứ nhất,* về phía DNNY, Faros đã sử dụng tư cách pháp nhân và hình thức CTCP để che giấu thực trạng quyền sở hữu và năng lực tài chính. Việc công ty nâng khống vốn điều lệ từ 1,5 tỷ đồng lên 4.300 tỷ đồng thông qua các giao dịch góp vốn giả tạo, chiếm đoạt hơn 3.621 tỷ đồng của NĐT[202] đã bộc lộ một điểm hạn chế của pháp luật về NYCP hiện nay đó là mới dừng ở việc kiểm soát tư cách pháp lý của doanh nghiệp về mặt hình thức, trong khi chưa có cơ chế thực sự hiệu quả để nhận diện và kiểm soát chủ thể chi phối thực tế đứng sau DNNY. Khoảng trống này đặc biệt nguy hiểm trong những mô hình DNNY có cấu trúc sở hữu phức tạp và tập trung quyền lực. *Thứ hai,* đối với UBCKNN và SGDCK, vụ án Trịnh Văn Quyết đã phản ánh giới hạn của mô hình quản lý chủ yếu dựa trên hồ sơ hành chính và sự phân công thẩm quyền theo trình tự thủ tục. Dù UBCKNN, HOSE và VSDC đều tham gia vào các khâu khác nhau của quá trình thẩm định điều kiện niêm yết, song cơ chế này dường như đã thiếu vắng sự giám sát thực chất nhằm kiểm tra tính trung thực của các dữ liệu cơ bản và trọng yếu, đặc biệt là vốn điều lệ thực góp. Việc chấp thuận tư cách CTĐC và chấp thuận niêm yết trong khi hồ sơ còn tồn tại nhiều nghi vấn chuyên môn đã bộc lộ rõ rủi ro của cách tiếp cận quản lý thiên về tuân thủ hình thức hơn là đánh giá rủi ro. *Thứ ba,* vai trò của công ty kiểm toán nổi lên như một mắt xích trọng yếu nhưng cũng rất dễ bị tác động trong toàn bộ chuỗi xác lập tư cách niêm yết. Các báo cáo kiểm toán với ý kiến chấp thuận toàn phần trong vụ án này đã trở thành căn cứ quan trọng để UBCKNN, HOSE và VSDC ra quyết định chấp thuận. Thực tế cho thấy rằng trách nhiệm pháp lý của kiểm toán viên trong cả quá trình chủ yếu vẫn mang tính hậu kiểm, trong khi cơ chế bảo đảm tính độc lập và thận trọng nghề nghiệp chưa đủ mạnh

[202] Tòa án nhân dân cấp cao tại Hà Nội (2025), *Bản án số 598/2025/HS-PT ngày 26/6/2025*, Tr.19.

để ngăn ngừa những rủi ro nghiêm trọng phát sinh.

Thực trạng trên cho thấy pháp luật hiện hành tuy đã định hình tương đối đầy đủ hệ thống quyền và nghĩa vụ pháp lý của các nhóm chủ thể trung gian trong NYCP, song vẫn thiên về kiểm soát tư cách pháp lý, trong khi chưa theo kịp yêu cầu giám sát nghiệm vụ thực tế trong chuỗi niêm yết. Bên cạnh đó, cơ chế ràng buộc trách nhiệm chưa được thiết kế đầy đủ, dẫn đến tình trạng phân tán trách nhiệm và làm suy giảm hiệu quả kiểm soát rủi ro trong quá trình niêm yết. Hệ quả là vai trò của các chủ thể trung gian chưa được phát huy đúng mức, tiềm ẩn nguy cơ ảnh hưởng đến tính minh bạch và chất lượng hàng hóa trên thị trường. Thực trạng này cho thấy sự cần thiết phải tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý theo hướng nâng cao tiêu chuẩn hoạt động và tăng cường cơ chế trách nhiệm nhằm bảo đảm tính trung thực và liêm chính của các chủ thể trung gian trong giai đoạn tiếp theo.

2.2. Thực trạng pháp luật về điều kiện niêm yết cổ phiếu

2.2.1. Về điều kiện niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam của tổ chức phát hành trong nước

Trong tiến trình phát triển của pháp luật chứng khoán Việt Nam, quy định về điều kiện NYCP đã có sự chuyển biến đáng kể cả về nội dung lẫn tư duy lập pháp. Nếu như LCK năm 2006 (sửa đổi, bổ sung năm 2010) cùng với Nghị định 58/2012/NĐ-CP quy định điều kiện niêm yết theo hướng phân tách riêng biệt cho từng SGDCK, cụ thể là HOSE và HNX, thì kể từ khi LCK năm 2019 có hiệu lực, cách tiếp cận này đã được thay đổi theo hướng hợp nhất điều kiện NYCP thành một hệ thống duy nhất áp dụng cho toàn bộ TTCK tập trung.

Cơ sở của việc ban hành các điều kiện NYCP hiện nay là quy định tại Điều 48 LCK năm 2019, theo đó: *"Chính phủ quy định các loại chứng khoán khác phải được niêm yết, ĐKGD; việc phân bảng niêm yết, điều kiện niêm yết chứng khoán; hồ sơ, thủ tục niêm yết, ĐKGD chứng khoán; thay đổi, hủy bỏ niêm yết, ĐKGD chứng khoán của tổ chức phát hành Việt Nam, tổ chức phát hành nước ngoài; việc niêm yết chứng khoán của tổ chức phát hành Việt Nam ở nước ngoài"*[203]. Tinh thần này được cụ thể hóa tại Nghị định 155/2020/NĐ-CP và Quy chế niêm yết ban hành theo Quyết định số 22/QĐ-HĐTV ngày 18/4/2025 của SGDCK Việt Nam. Thay đổi này phản ánh bước tiến về mặt lập pháp trong việc chuyển từ mô hình điều tiết phân mảnh sang mô hình điều tiết tập trung, phù hợp với quá trình hợp nhất hai sở giao dịch (HOSE và HNX) thành SGDCK Việt Nam (VNX) vào năm 2021. Từ góc nhìn của Lý thuyết Điều tiết, đây là biểu hiện của một mô hình điều tiết được tái cấu trúc nhằm nâng cao hiệu lực kiểm soát, giảm thiểu sự chồng chéo trong phân tầng thị trường, đồng thời tối ưu hóa quy trình giám sát minh bạch và phòng ngừa rủi ro hệ thống. Đồng thời, việc quy định tập trung các điều kiện niêm yết giúp tạo ra một sân chơi bình đẳng hơn, nhất quán về chuẩn mực và kỳ vọng giữa các loại hình doanh nghiệp, từ đó tăng tính khả đoán của pháp luật và củng

[203] Khoản 3 Điều 48 LCK năm 2019.

cố lòng tin của NĐT. Dưới góc nhìn Lý thuyết Bảo vệ NĐT, cách tiếp cận này góp phần loại bỏ nguy cơ lựa chọn sàn có điều kiện thấp - một hiện tượng từng diễn ra trước đây khi một số doanh nghiệp lựa chọn HNX chỉ vì điều kiện niêm yết thấp hơn, điều này có thể làm suy giảm chất lượng CPNY và tăng rủi ro thông tin bất cân xứng đối với NĐT cá nhân.

Việc xây dựng một hệ điều kiện thống nhất mang lại những tác động tích cực đáng kể đó là: (i) Chuẩn hóa mặt bằng chất lượng của DNNY, (ii) Tăng khả năng dự báo và giám sát rủi ro nhờ sự đồng bộ trong dữ liệu và tiêu chuẩn đánh giá, (iii) Phòng ngừa rủi ro hệ thống thông qua việc loại trừ các lỗ hổng xuất phát từ sai lệch chuẩn mực giữa các tầng thị trường. Đây cũng là logic mà các tổ chức quốc tế như IOSCO và World Bank đã nhấn mạnh trong các khuyến nghị về cải cách thị trường vốn. Cụ thể, của CPMI-IOSCO (2012) đưa ra khuyến nghị: các thiết chế hạ tầng tài chính cần có quy định vận hành minh bạch (Nguyên tắc 2), thiết lập cơ chế quản trị rủi ro toàn diện (Nguyên tắc 3 - 5) và công bố rõ ràng quy trình vận hành cùng tiêu chuẩn dịch vụ (Nguyên tắc 23) - nhằm bảo đảm an toàn hệ thống và giảm thiểu rủi ro lan truyền[204]. Cùng quan điểm này, World Bank khẳng định rằng *"thị trường vốn hoạt động hiệu quả được xây dựng trên cơ sở thể chế minh bạch, ổn định và có khả năng phục hồi"*[205], giúp củng cố niềm tin và tăng cường khả năng chống chịu trước biến động thị trường. Từ đó, có thể khẳng định rằng, việc chuẩn hóa điều kiện niêm yết không chỉ góp phần hoàn thiện thể chế thị trường vốn mà còn đóng vai trò như một nền tảng hạ tầng pháp lý để thúc đẩy sự chuyên nghiệp hóa toàn diện của TTCK trong giai đoạn phát triển mới. Nói cách khác, sự thay đổi trong quy định pháp luật về điều kiện NYCP không đơn thuần chỉ là một cải cách trong kỹ thuật lập pháp mà còn phản ánh một sự chuyển biến về tư duy điều tiết: từ cơ chế kiểm soát mang tính hành chính, phân tán sang một hệ thống điều tiết thống nhất, hướng tới hiệu quả thị trường, minh bạch hóa thông tin và chuẩn hóa chất lượng DNNY theo hướng tiệm cận thông lệ quốc tế.

Theo quy định tại Điều 107, 109 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 245/2025/NĐ-CP) và Quyết định 22/QĐ-HĐTV ngày 26/3/2026 của SGDCK Việt Nam về việc ban hành Quy chế niêm yết và giao dịch chứng khoán niêm yết, điều kiện niêm yết mới đối với cổ phiếu được trình bày tại Phụ lục 1 và điều kiện niêm yết đối với của các CTĐC hình thành sau hợp nhất, sáp nhập, chia, tách và các trường hợp cơ cấu lại khác được trình bày tại Phụ lục 2 của luận án.

Nhìn chung, cách tiếp cận và định hướng cấu trúc của hệ thống điều kiện đối với hai nhóm cổ phiếu này là như nhau, trong đó, tác giả sẽ tập trung bình luận điều kiện niêm yết mới đối với cổ phiếu - vốn là nhóm điều kiện có ý nghĩa nền tảng trong việc xác lập chuẩn mực đầu vào của thị trường CPNY. Lý do của sự lựa chọn này là bởi các

---

[204] CPMI-IOSCO (2012), *Principles for financial market infrastructures*, Bank for International Settlements, https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf, truy cập ngày 20/8/2025.
[205] The World Bank (2023), *Tlđd*.

điều kiện áp dụng cho doanh nghiệp hình thành sau các hoạt động tái cấu trúc như hợp nhất, chia tách, sáp nhập, chuyển đổi chỉ được áp dụng trong một số tình huống đặc biệt với số lượng doanh nghiệp tương đối hạn chế, chủ yếu mang tính kế thừa và điều chỉnh kỹ thuật. Trong khi đó, điều kiện niêm yết mới đối với cổ phiếu đóng vai trò là "cửa ngõ" chính thức để một doanh nghiệp trở thành CTĐC niêm yết và tham gia vào thị trường vốn tập trung. Do đó, việc đánh giá hệ thống điều kiện này không chỉ giúp xác định tính hợp lý của tiêu chí sàng lọc doanh nghiệp mà còn có ý nghĩa chiến lược đối với mục tiêu nâng cao chất lượng thị trường, bảo vệ NĐT và thúc đẩy phát triển bền vững TTCK Việt Nam trong dài hạn. Bên cạnh đó, đây cũng là nhóm điều kiện phản ánh rõ nét nhất triết lý lập pháp của nhà làm luật Việt Nam trong việc thiết kế cơ chế tiếp cận thị trường vốn - một khía cạnh quan trọng cần được phân tích dưới góc nhìn học thuật, thực tiễn và so sánh quốc tế nhằm đưa ra các đánh giá toàn diện và đề xuất hoàn thiện hiệu quả.

Về cấu trúc, các điều kiện niêm yết hiện hành được thiết kế bao trùm trên nhiều khía cạnh: (i) Tình trạng pháp lý và vốn điều lệ thực góp, (ii) Kết quả hoạt động kinh doanh, (iii) Tình hình tài chính và tỷ suất sinh lời, (iv) Cơ cấu cổ đông và tính phân tán sở hữu, (v) Nhân sự quản trị và cam kết nắm giữ cổ phiếu, và (vi) Mức độ tuân thủ pháp luật. Cần phải nói thêm rằng, mặc dù điều kiện niêm yết được quy định trực tiếp tại khoản 1 Điều 109 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 36 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP) nhưng doanh nghiệp đăng ký niêm yết buộc phải đáp ứng các quy định chung về niêm yết chứng khoán theo Điều 107 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 35 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP) về Báo cáo tài chính, Báo cáo tổng hợp thông tin tài chính theo quy ước, Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) đối với những trường hợp cụ thể. Sự kết hợp giữa các tiêu chí định lượng và các tiêu chí định tính thể hiện nỗ lực của nhà làm luật nhằm xây dựng một hệ thống tiêu chí đa chiều, qua đó sàng lọc các doanh nghiệp đủ năng lực tài chính, tổ chức minh bạch và đáp ứng kỳ vọng của NĐT công chúng; từ đó bước đầu thể hiện tính đầy đủ, thống nhất, rõ ràng; tính minh bạch, công bằng và tính quốc tế hóa của nhóm quy định này.

Thực tiễn áp dụng đã cho thấy rằng không ít trường hợp doanh nghiệp lớn dù đáp ứng quy định tại khoản 1 Điều 109 Nghị định 155/2020/NĐ-CP nhưng vẫn không đủ điều kiện để niêm yết do không tuân thủ các quy định chung theo Điều 107 Nghị định này. Một ví dụ điển hình là trường hợp của Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam - CTCP (VEAM, UPCoM: VEA). Dù là DNNN đã cổ phần hóa, có quy mô vốn lớn và kết quả kinh doanh tích cực, VEAM vẫn nhiều lần không thể niêm yết do vướng mắc về chuẩn mực báo cáo tài chính hợp nhất và chưa thể hoàn tất báo

cáo kiểm toán các công ty con, đặc biệt là công ty có vốn góp lớn như FDI[206]. Trường hợp của VEAM cho thấy một điểm đáng chú ý trong hệ thống điều kiện niêm yết của Việt Nam hiện nay: bên cạnh các điều kiện định lượng quen thuộc như vốn điều lệ, lợi nhuận, ROE, hệ thống còn bao gồm những điều kiện định tính kỹ thuật điển hình, chẳng hạn như yêu cầu về chất lượng và phạm vi báo cáo tài chính, cũng đóng vai trò quyết định đối với khả năng được niêm yết. Đây là minh chứng cụ thể cho thấy tư duy điều tiết hiện hành đã có bước phát triển theo hướng sâu hơn, chú trọng vào tính minh bạch và trách nhiệm giải trình thay vì chỉ quan tâm đến các chỉ tiêu tài chính bề mặt. Tuy nhiên, cũng cần thấy rằng, để cơ chế này phát huy hiệu quả, việc kiểm soát chất lượng kiểm toán và chuẩn mực báo cáo cần được nâng cao và nhất quán, tránh tình trạng doanh nghiệp lớn bị "mắc kẹt" do thiếu hướng dẫn kỹ thuật hoặc do sự không đồng bộ giữa quy định pháp lý và năng lực thực hiện trên thực tế.

Để đánh giá một cách khoa học về mức độ đầy đủ và toàn diện của các điều kiện này, cần đặt chúng trong mối tương quan giữa mục tiêu niêm yết và đặc điểm nội tại của thị trường vốn. Về nguyên lý, một hệ điều kiện niêm yết hiệu quả cần thực hiện ba chức năng đồng thời: (1) Đảm bảo mức độ tối thiểu về năng lực tài chính và chuẩn mực quản trị của DNNY; (2) Bảo vệ NĐT khỏi rủi ro đạo đức và bất cân xứng thông tin; (3) Phòng ngừa rủi ro hệ thống, hỗ trợ ổn định hệ thống bằng cách ngăn chặn các cú sốc phát sinh từ doanh nghiệp yếu kém. Chính những chức năng này sẽ phản ảnh chất lượng của hệ thống điều kiện, đặc biệt là tính hiệu quả trong thực thi của pháp luật.

Xét trên chức năng thứ nhất - Đảm bảo mức độ tối thiểu về năng lực tài chính và chuẩn mực quản trị của DNNY. Yêu cầu về tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) từ 5% trở lên trong hai năm gần nhất được xem là hợp lý và phản ánh được một phần năng lực sinh lợi bền vững của doanh nghiệp trong điều kiện thị trường Việt Nam hiện nay. Tuy nhiên, yêu cầu về mức vốn điều lệ tối thiểu chỉ là 30 tỷ đồng lại khá thấp nếu đặt trong tương quan với quy mô trung bình của các doanh nghiệp đang niêm yết trên TTCK tập trung. Cụ thể, tính đến cuối năm 2024, tổng vốn điều lệ bình quân của các DNNY tại HOSE đạt hơn 4.226 nghìn tỷ đồng[207]. Như vậy, mức vốn điều lệ tối thiểu hiện hành chỉ tương đương chưa đầy 1% so với quy mô tài sản trung vị trên sàn HOSE, phản ánh sự chênh lệch rất lớn giữa ngưỡng đầu vào và thực tế quy mô vận hành của DNNY. Bên cạnh đó, hệ thống chưa đi sâu vào các tiêu chí chất lượng vốn (như tỷ lệ vốn chủ sở hữu thực tế, độ bền vững của dòng tiền hoặc tính thanh khoản của tài sản) - những yếu tố phản ánh rõ hơn năng lực chống chịu tài chính của doanh nghiệp. Quy định này cũng không đưa ra điều kiện nào liên quan đến năng lực tạo dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh, trong khi đây là chỉ số được sử dụng phổ biến tại các thị

---

[206] Nguyễn Thị Thu Hương (2024), "VEAM và niềm khắc khoải 6 năm không lên được sàn niêm yết", *Tạp chí điện tử Người đưa tin*, https://www.nguoiduatin.vn/veam-va-niem-khac-khoai-6-nam-khong-len-duoc-san-niem-yet-204666491.htm, truy cập ngày 26/8/2025.

[207] Báo Nhân dân điện tử (2025), *"25 năm phát triển hàng hóa, nâng cao chất lượng tổ chức niêm yết trên SGDCK TP Hồ Chí Minh"*, https://nhandan.vn/25-nam-phat-trien-hang-hoa-nang-cao-chat-luong-to-chuc-niem-yet-tren-so-giao-dich-chung-khoan-tp-ho-chi-minh-post885736.html, truy cập ngày 26/8/2025.

trường phát triển để đánh giá năng lực tài chính thực chất.

Xét trên chức năng thứ hai - Bảo vệ NĐT khỏi rủi ro đạo đức và bất cân xứng thông tin. Có thể thấy rằng các điều kiện về QTCT và minh bạch thông tin chủ yếu vẫn mang tính định tính, chủ yếu giới hạn ở các tiêu chí mang tính loại trừ. Những điều kiện này, dù cần thiết, nhưng chưa đủ để phản ánh năng lực thực chất của doanh nghiệp trong kiểm soát rủi ro, minh bạch thông tin và tuân thủ chuẩn mực QTCT. Thực tế, không ít trường hợp doanh nghiệp sau khi niêm yết đã vi phạm nghĩa vụ CBTT hoặc bị điều chỉnh hồi tố báo cáo tài chính, cho thấy các điều kiện hiện hành chưa đủ mạnh để sàng lọc doanh nghiệp có năng lực quản trị tốt, mức độ công khai thông tin chủ động ngay từ đầu vào. Trong khi đó, tại nhiều thị trường phát triển, tiêu biểu như Singapore, các điều kiện niêm yết của không chỉ dừng lại ở tiêu chí hành chính hoặc tài chính mà đặc biệt nhấn mạnh chất lượng quản trị nội bộ và khả năng giám sát độc lập, thông qua yêu cầu về giám đốc độc lập, thành lập ủy ban chuyên môn và thông tin về hệ thống kiểm soát rủi ro trong hồ sơ niêm yết[208]. Đây là cách tiếp cận phản ánh đúng tinh thần của Lý thuyết Thông tin bất cân xứng và Lý thuyết Bảo vệ NĐT, trong đó, điều kiện niêm yết cần đóng vai trò như cơ chế sàng lọc doanh nghiệp có khả năng CBTT minh bạch, kiểm soát rủi ro và bảo vệ cổ đông nhỏ. Tại thị trường Việt Nam, NĐT cá nhân chiếm tỷ trọng lớn trên thị trường, do vậy sự thiếu vắng hệ tiêu chí phù hợp có thể khiến họ dễ rơi vào bất lợi thông tin và chịu rủi ro từ hành vi thao túng, nội gián của ban điều hành. Vì thế, để hoàn thiện chức năng bảo vệ NĐT, khung điều kiện niêm yết cần được cải cách theo hướng tích hợp thêm các tiêu chí về chất lượng quản trị doanh nghiệp, cơ chế CBTT chủ động và hệ thống kiểm soát nội bộ có xác nhận từ bên thứ ba độc lập như kiểm toán hoặc đơn vị tư vấn về chứng khoán, góp phần gia tăng khả năng bảo vệ lợi ích cổ đông, nâng cao năng lực nội tại của thị trường vốn và tăng cường khả năng hội nhập quốc tế của TTCK Việt Nam.

Xét trên chức năng thứ ba - Phòng ngừa rủi ro hệ thống, hỗ trợ ổn định hệ thống bằng cách ngăn chặn các cú sốc phát sinh từ doanh nghiệp yếu kém. Một hệ thống điều kiện niêm yết hiệu quả không chỉ sàng lọc doanh nghiệp chất lượng và bảo vệ NĐT mà còn cần đóng vai trò then chốt trong việc ngăn chặn những cú sốc có thể lan truyền trong hệ thống tài chính. Nghiên cứu về rủi ro hệ thống của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế nhấn mạnh rằng rủi ro hệ thống có thể được kiểm soát thông qua việc cải thiện quy định, nâng cao minh bạch thông tin và chuẩn hóa thực tiễn hoạt động giữa các chủ thể trên thị

---

[208] Singapore đưa ra nhiều yêu cầu mang tính định lượng chặt chẽ đối với doanh nghiệp đăng ký niêm yết, có thể kể đến như: (1) Điều kiện Giám đốc Độc lập và HĐQT: Tối thiểu 1/3 thành viên HĐQT phải là giám đốc độc lập (Independent Directors) - áp dụng cho cả doanh nghiệp trong và ngoài nước. Trường hợp doanh nghiệp nước ngoài, ít nhất một giám đốc độc lập cần cư trú tại Singapore; Doanh nghiệp phải có ít nhất hai giám đốc không điều hành và độc lập, hoàn toàn tách bạch khỏi ban điều hành; (2) Điều kiện về Cấu trúc tổ chức và Kiểm soát nội bộ: Doanh nghiệp đăng ký niêm yết phải thành lập ít nhất ba ủy ban chuyên môn: Ủy ban Kiểm toán (Audit), Ủy ban Đề cử (Nominating) và Ủy ban Thù lao (Remuneration),…
Xem thêm: Singapore Exchange (2024), *SGX Rulebook,* https://rulebook.sgx.com/rulebook/code-corporate-governance-2018?utm_source, truy cập ngày 26/8/2025.

trường tài chính - đây là những yếu tố then chốt giúp ngăn ngừa sự lan truyền khủng hoảng trong toàn hệ thống[209]. Để đáp ứng yêu cầu này, Việt Nam có thể xem xét đưa vào điều kiện về phân tán rủi ro, chẳng hạn yêu cầu DNNY có giới hạn trần mức tổng tài sản vay so với vốn chủ sở hữu hoặc cơ chế trao đổi dữ liệu rủi ro vĩ mô giữa doanh nghiệp và cơ quan quản lý. Đây là cách tiếp cận nhằm chuyển từ cơ chế sàng lọc đơn thuần sang cơ chế điều tiết mang tính phòng ngừa và toàn diện. Việc bổ sung các tiêu chuẩn định lượng rõ ràng về rủi ro hệ thống sẽ là chìa khóa để tạo nên một thị cổ phiếu trường niêm yết an toàn, ổn định và có khả năng hồi phục cao hơn sau những biến động. Tóm lại, về mặt định hướng, hệ thống điều kiện NYCP hiện hành đã có nhiều cải tiến tích cực, phản ánh tư duy lập pháp theo hướng chuẩn hóa đầu vào và phân loại doanh nghiệp trên cơ sở kết hợp các tiêu chí định lượng và định tính. Việc kế thừa những nguyên tắc phổ quát về vốn, lợi nhuận, cơ cấu cổ đông, cùng với yêu cầu về QTCT và tuân thủ pháp luật là cần thiết để đảm bảo chất lượng của thị trường CPNY. Tuy nhiên, đặt trong mối liên hệ với các chức năng cốt lõi của hệ điều kiện niêm yết, có thể nhận thấy khung pháp luật hiện hành vẫn còn tồn tại những hạn chế nhất định cả về kỹ thuật thiết kế tiêu chí lẫn khả năng sàng lọc doanh nghiệp một cách thực chất. Tuy các điều kiện niêm yết đã hình thành nền tảng định lượng cơ bản nhưng chưa thực sự bảo đảm tính chặt chẽ trong việc kiểm soát chất lượng vốn góp cũng như hiệu quả sử dụng vốn sau niêm yết. Đồng thời, các tiêu chuẩn liên quan đến QTCT và minh bạch thông tin vẫn chưa được hoàn thiện theo hướng phản ánh đầy đủ năng lực quản trị, khả năng kiểm soát rủi ro và mức độ tuân thủ của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, cơ chế tiếp cận thị trường đối với NĐT vẫn còn những rào cản nhất định, phần nào hạn chế khả năng thu hút dòng vốn và nâng cao tính thanh khoản của thị trường. Những bất cập này cho thấy hệ thống các điều kiện niêm yết chưa thực sự phát huy hiệu quả trong việc nâng cao chất lượng doanh nghiệp và bảo vệ NĐT, từ đó đặt ra yêu cầu cần tiếp tục hoàn thiện theo hướng chặt chẽ, minh bạch và hội nhập hơn trong giai đoạn tiếp theo

2.2.2. Về điều kiện niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam của tổ chức phát hành nước ngoài

LCK năm 2006, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của LCK năm 2010 và Nghị định 58/2012/NĐ-CP được coi là những văn bản pháp quy đầu tiên đề cập đến vấn đề NYCP của doanh nghiệp nước ngoài trên TTCK Việt Nam. Đây được coi là một nỗ lực đáng ghi nhận của Việt Nam và là một trong những giải pháp nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam trong bối cảnh nền kinh tế đang gặp nhiều khó khăn do tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu và những yếu tố bất ổn của kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước, đồng thời, thể hiện mong muốn của Việt Nam trong việc hội nhập ngày

[209] Caruana, J. (2010), *"Systemic risk: how to deal with it?"*, Bank for International Settlements, https://www.bis.org/publ/othp08.htm?utm_source, truy cập ngày 26/8/2025.

càng sâu rộng với TTCK các nước trong khu vực và quốc tế[210].

Hiện nay, cơ sở pháp lý để doanh nghiệp nước ngoài được NYCP trên TTCK Việt Nam là quy định tại khoản 4 Điều 48 LCK năm 2019: *"Chính phủ quy định các loại chứng khoán khác phải được niêm yết, ĐKGD; việc phân bảng niêm yết, điều kiện niêm yết chứng khoán; hồ sơ, thủ tục niêm yết, ĐKGD chứng khoán; thay đổi, hủy bỏ niêm yết, ĐKGD chứng khoán của tổ chức phát hành Việt Nam, tổ chức phát hành nước ngoài; việc niêm yết chứng khoán của tổ chức phát hành Việt Nam ở nước ngoài"*. Theo đó, để được NYCP tại Việt Nam, tổ chức phát hành nước ngoài phải đồng thời đáp ứng 5 điều kiện được quy định tại Điều 123 Nghị định 155/2020/NĐ-CP.

Quy định này được xây dựng trên nguyên tắc "đối xử tương đương", yêu cầu tổ chức nước ngoài phải hội đủ tiêu chuẩn như tổ chức phát hành trong nước, đồng thời bổ sung thêm các điều kiện nhằm giới hạn số lượng cổ phiếu đăng ký niêm yết, kiểm soát rủi ro ngoại hối và nâng cao tính trách nhiệm thông qua cơ chế tư vấn bắt buộc, từ đó, phần nào phản ánh tính đầy đủ, thống nhất, rõ ràng và tính minh bạch, công bằng trong thiết kế pháp luật. Tuy nhiên, doanh nghiệp nước ngoài muốn chào bán cổ phiếu ra công chúng ở Việt Nam còn phải đáp ứng những điều kiện dành riêng cho doanh nghiệp thành lập và hoạt động theo pháp luật nước ngoài theo quy định tại Điều 36 Nghị định 155/2020/NĐ-CP. Phân tích các điều kiện dẫn chiếu cho thấy, pháp luật Việt Nam chỉ cho phép doanh nghiệp nước ngoài chào bán cổ phiếu ra công chúng để huy động vốn tại Việt Nam nếu việc huy động vốn đó dùng để sử dụng đầu tư vào dự án đã được phê duyệt tại Việt Nam và không cho phép doanh nghiệp nước ngoài chuyển vốn đã huy động ra nước ngoài. Điều này mặc dù đã tạo nên một hành lang bảo đảm an toàn cho nền kinh tế Việt Nam trước nguy cơ "chảy máu vốn"; giảm thiểu rủi ro liên quan đến dòng vốn ngắn hạn, đầu cơ hoặc rút vốn đột ngột; gia tăng trách nhiệm của tổ chức phát hành với nền kinh tế; đồng thời góp phần bảo vệ các quyền và lợi ích của NĐT trong nước, nhưng mặt khác lại là nhân tố làm giảm đáng kể tính hấp dẫn của thị trường vốn Việt Nam trong mắt NĐT nước ngoài.

Cách tiếp cận của các quy định hiện nay bao gồm: chào bán chứng khoán ra công chúng để đầu tư vào dự án tại Việt Nam đã được cấp có thẩm quyền phê duyệt, tổng số tiền huy động từ đợt chào bán tại Việt Nam không vượt quá 30% tổng vốn đầu tư của dự án, tổ chức phát hành nước ngoài không chuyển vốn huy động được ra nước ngoài,… thể hiện sự thận trọng cần thiết của nhà làm luật nhằm bảo vệ sự ổn định của thị trường tài chính quốc gia, đồng thời đảm bảo rằng nguồn lực huy động từ công chúng không bị rút khỏi nền kinh tế. Đây là quan điểm có cơ sở, khi Việt Nam mới đáp ứng điều kiện trở thành thị trường mới nổi thứ cấp với độ mở còn hạn chế và năng lực giám sát dòng vốn xuyên biên giới chưa cao. Tuy nhiên, nếu khung pháp lý tiếp tục giữ nguyên trạng mà không có sự linh hoạt phù hợp với bối cảnh toàn cầu hóa thị trường vốn thì cơ hội thu hút các tổ chức phát hành nước ngoài, đặc biệt là những doanh nghiệp lớn có uy tín

[210] Lê Vũ Nam (2013), "Điều kiện NYCP của doanh nghiệp nước ngoài trên TTCK Việt Nam", *Tạp chí Dân chủ & Pháp luật*, Số 4 (253) - 2013), Tr. 42-48.

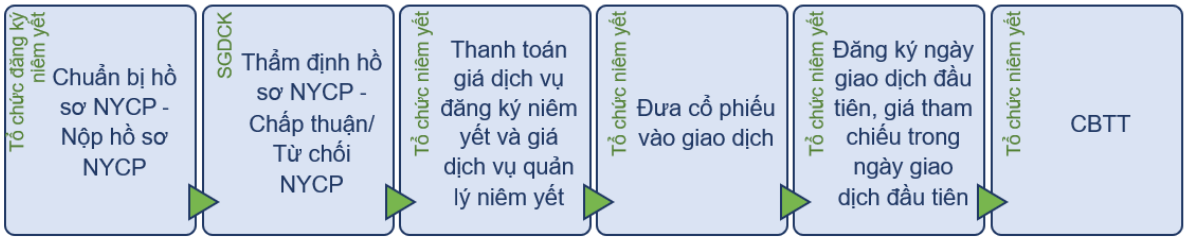
và tiềm năng dài hạn, sẽ ngày càng trở nên xa vời. Thực tế, nhiều thị trường mới nổi trong khu vực như Thái Lan, Malaysia hay Indonesia đã từng áp dụng mô hình "mở có điều kiện", cho phép doanh nghiệp nước ngoài niêm yết tại SGDCK trong nước thông qua hình thức niêm yết đồng thời (dual listing) hoặc chương trình chứng chỉ lưu ký (depository receipts), đi kèm với cơ chế giám sát hậu kiểm và yêu cầu CBTT định kỳ nghiêm ngặt[211]. Thậm chí, Singapore[212] và Hồng Kông[213] - hai trung tâm tài chính lớn trong khu vực, đã xây dựng thành công cơ chế tiếp nhận tổ chức phát hành nước ngoài với những điều kiện linh hoạt hơn đáng kể nhưng vẫn bảo đảm sự kiểm soát của cơ quan quản lý thông qua hệ thống tư vấn niêm yết chuyên nghiệp và yêu cầu minh bạch tài chính theo chuẩn mực IFRS.

Từ thực trạng quy định về điều kiện niêm yết đối với tổ chức phát hành nước ngoài, có thể thấy khung pháp luật hiện hành vẫn mang nặng tư duy mở có điều kiện với những ràng buộc tương đối chặt chẽ, đặc biệt là yêu cầu vốn huy động phải được đầu tư trực tiếp tại Việt Nam. Mặc dù cách tiếp cận này góp phần bảo đảm an toàn hệ thống song lại làm giảm tính linh hoạt và sức hấp dẫn của thị trường trong bối cảnh cạnh tranh thu hút vốn quốc tế ngày càng gia tăng. Những hạn chế này đặt ra nhu cầu tiếp tục hoàn thiện theo hướng linh hoạt, hiệu quả, đa dạng hóa hình thức đầu tư và tăng cường tính quốc tế hóa trong giai đoạn tới.

2.3. Thực trạng pháp luật về trình tự, thủ tục niêm yết cổ phiếu

Trình tự, thủ tục NYCP được trình bày chi tiết tại Phụ lục 3 của luận án. Một cách khái quát, quy trình này bao gồm những bước cơ bản sau đây:

Hình 2.4. Quy trình niêm yết cổ phiếu



Nhìn chung, pháp luật hiện hành đã thiết lập một quy trình pháp lý tương đối đầy đủ, có hệ thống và được chuẩn hóa về trình tự, thủ tục NYCP nhằm bảo đảm tính minh bạch, công bằng và khả năng kiểm soát đối với quá trình đưa cổ phiếu vào giao dịch công khai trên TTCK tập trung. Hệ thống quy định hiện tại được xây dựng trên cơ sở LCK năm 2019, được cụ thể hóa bởi Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 245/2025/NĐ-CP) - văn bản hướng dẫn có tính nền tảng trong hoạt động chào bán, niêm yết chứng khoán, Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV của SGDCK Việt Nam về việc ban hành Quy chế niêm yết và giao dịch chứng khoán niêm yết, Thông tư

---

[211] The World Bank (2023), *Tlđd*.

[212] Singapore Exchange (2024), *SGX Rulebook*, https://rulebook.sgx.com/rulebook/code-corporate-governance-2018?utm_source, accessed on 27/8/2025.

[213] Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (2024), Main Board Listing Rules, https://en-rules.hkex.com.hk, truy cập ngày 27/8/2025.

96/2020/TT-BTC, Thông tư 83/2024/TT-BTC... Về tổng thể, hệ thống quy phạm hiện hành không chỉ bao phủ toàn bộ quy trình NYCP mà còn phản ánh nỗ lực của Nhà nước trong việc tạo lập một hành lang pháp lý có tính ổn định, có tính đầy đủ, thống nhất, rõ ràng; tính minh bạch và vận hành linh hoạt, phù hợp với các nguyên tắc thị trường.

Về mặt kỹ thuật lập pháp, trình tự thủ tục niêm yết được tổ chức hợp lý theo 5 bước cơ bản: (1) Chuẩn bị và nộp hồ sơ niêm yết; (2) Thẩm định và chấp thuận hoặc từ chối; (3) Hoàn thành nghĩa vụ tài chính với SGDCK; (4) Tiến hành NYCP trên hệ thống giao dịch; (5) CBTT và đăng ký ngày giao dịch đầu tiên. Việc phân chia trình tự thành các bước rõ ràng như vậy không chỉ bảo đảm tính mạch lạc trong vận hành mà còn góp phần thiết lập trách nhiệm pháp lý theo từng giai đoạn - từ phía tổ chức niêm yết lẫn cơ quan có thẩm quyền quản lý, tổ chức hoạt động NYCP. Đây là điểm tiến bộ đáng ghi nhận so với các giai đoạn trước khi khung pháp lý còn mang tính tản mạn và giao thoa giữa nhiều cấp quản lý.

Một điểm tích cực nổi bật là quy trình hiện hành đã có tính linh hoạt và khả năng ứng dụng đa dạng trong các trường hợp niêm yết khác nhau như: (i) Niêm yết lần đầu, (ii) Niêm yết sau cổ phần hóa DNNN, (iii) Niêm yết lại sau khi hợp nhất, chia tách, hoặc (iv) Tái cấu trúc doanh nghiệp. Đây là bước tiến quan trọng thể hiện năng lực thích ứng của pháp luật với mô hình doanh nghiệp đa dạng và phức tạp trong thực tiễn hiện nay. Không những vậy, việc quy định rõ thời hạn xử lý hồ sơ (30 ngày), thời gian yêu cầu bổ sung (tối đa 10 ngày) cùng nghĩa vụ đưa cổ phiếu vào giao dịch sau khi được chấp thuận niêm yết đã giúp nâng cao tính minh bạch, tiên liệu và trách nhiệm giải trình - đặc biệt khi NĐT ngày càng quan tâm đến tiến độ và tính chính danh của quá trình niêm yết.

Theo quy định cũ tại khoản 2 Điều 111 Nghị định 155/2020/NĐ-CP, *"trong thời hạn 90 ngày kể từ ngày được chấp thuận niêm yết, tổ chức đăng ký niêm yết phải đưa chứng khoán vào giao dịch"*. Khoảng thời gian lên đến 3 tháng để hoàn tất các thủ tục giao dịch được đánh giá là quá dài, thiếu hợp lý, không chỉ tạo ra khoảng trống thông tin, gia tăng chi phí tìm kiếm cho NĐT mà còn có thể ảnh hưởng đến tính kịp thời và hiệu lực của cơ chế CBTT, làm phát sinh rủi ro thông tin khi NĐT không thể xác định tình trạng thực tế và mức độ sẵn sàng của doanh nghiệp. Xuất phát từ những bất cập nêu trên, nhằm nâng cao kỷ luật thị trường và hiệu lực thực thi pháp luật, khoản 38 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP đã quy định: *"trong thời hạn 05 ngày làm việc kể từ ngày SGDCK ban hành quyết định chấp thuận NYCP, tổ chức đăng ký niêm yết phải đăng ký ngày giao dịch đầu tiên cho CPNY (ngày giao dịch phải sau ít nhất 06 ngày làm việc kể từ ngày SGDCK nhận được văn bản đề nghị của tổ chức đăng ký niêm yết nhưng tối đa không quá 30 ngày kể từ ngày SGDCK có quyết định chấp thuận niêm yết)*". Như vậy, quy định này đã được điều chỉnh phù hợp với mục tiêu tăng cường tính minh bạch, giảm rủi ro thông tin và đảm bảo quyền lợi chính đáng của NĐT trong quá trình tiếp cận thông tin, chuyển nhượng chứng khoán trên thị trường tập trung.

Tuy nhiên, về mặt hành chính - kỹ thuật, mặc dù quy trình được thiết kế bài bản

và có hệ thống nhưng thực tế triển khai tại các SGDCK vẫn còn độ vênh giữa cơ chế pháp lý trên văn bản và năng lực xử lý hồ sơ trong thực tiễn. Tại một số thời điểm, số lượng hồ sơ nộp tăng đột biến nhưng hệ thống thẩm định chủ yếu vẫn còn phụ thuộc vào quy trình thủ công, thiếu các hệ thống công nghệ, cơ sở dữ liệu và công cụ phân tích hỗ trợ khiến thời gian xử lý có thể kéo dài. Bên cạnh đó, việc chưa có cơ chế phản hồi công khai các lý do từ chối hoặc yêu cầu chỉnh sửa hồ sơ cũng khiến doanh nghiệp khó cải thiện chất lượng hồ sơ và làm giảm tính minh bạch của quá trình ra quyết định. Tại Hoa Kỳ, quy trình niêm yết thường gắn liền với quá trình chào bán công khai, trong đó SEC áp dụng cơ chế phản biện công khai thông qua hệ thống "comment letters" trong quá trình xét duyệt hồ sơ đăng ký phát hành. Dù không tách biệt giữa chào bán công khai và niêm yết như tại Việt Nam, cơ chế này vẫn là một kinh nghiệm đáng lưu ý vì giúp nâng cao chất lượng minh bạch và tính trách nhiệm giải trình từ sớm. Việt Nam có thể nghiên cứu mô hình trao đổi phản biện hai chiều giữa cơ quan quản lý và tổ chức niêm yết trong giai đoạn thẩm định hồ sơ nhằm tăng tính minh bạch, chuẩn hóa quy trình và tạo nền tảng cho việc nâng cao chất lượng DNNY. Một mô hình điển hình khác đáng tham khảo là Quy trình NYCP tại Hàn Quốc. Theo đó, doanh nghiệp đăng ký niêm yết phải hoàn thành giai đoạn thẩm định sơ bộ (nộp đơn đăng ký thẩm định sơ bộ cùng các tài liệu như báo cáo tài chính đã kiểm toán 3 năm gần nhất, báo cáo kiểm soát nội bộ, tài liệu về cấu trúc sở hữu và điều lệ, mới được xem xét cho niêm yết…[214]) trước khi chuyển sang thẩm định niêm yết chính thức, nhằm thể hiện khả năng đáp ứng các điều kiện niêm yết chính thức cả về định tính và định lượng. Việt Nam có thể xem xét áp dụng cơ chế thẩm định sơ bộ độc lập và có hệ thống trước khi chính thức tiếp nhận hồ sơ niêm yết, đặc biệt đối với các DNNY lần đầu. Việc thiết kế một giai đoạn như vậy có thể giúp cơ quan quản lý đánh giá được mức độ sẵn sàng của tổ chức phát hành không chỉ về hồ sơ pháp lý mà còn về chất lượng quản trị, CBTT và năng lực tuân thủ trong dài hạn.

Liên quan đến nhóm quy định này, vụ án Trịnh Văn Quyết và Công ty CP Xây dựng FLC Faros đã cho thấy những hạn chế rõ nét, đặc biệt là ở giai đoạn xác lập tư cách CTĐC và thẩm định hồ sơ niêm yết. Theo bản án[215], Faros đã nộp hồ sơ đăng ký CTĐC cho UBCKNN vào tháng 4/2016. Trong quá trình thẩm tra, cơ quan chuyên môn đã phát hiện những dấu hiệu bất thường liên quan đến các khoản ủy thác đầu tư có giá trị rất lớn so với quy mô hoạt động của doanh nghiệp và yêu cầu giải trình bổ sung. Tuy nhiên, các nghi vấn này đã được "hóa giải" thông qua việc doanh nghiệp cung cấp các báo cáo kiểm toán thay thế, vẫn giữ ý kiến chấp thuận toàn phần, cùng với các văn bản giải trình mang tính hợp thức hóa. Sau khi được chấp thuận tư cách CTĐC, Faros tiếp tục hoàn tất các thủ tục đăng ký, lưu ký chứng khoán tại VSDC và đăng ký niêm yết tại HOSE. Điểm đáng chú ý là toàn bộ chuỗi thủ tục này được vận hành theo cơ chế phân

[214] PwC (2024), *"Listing in Korea - A Guide to Listing on the Korean Exchange"*, https://www.pwc.com/kr/en/publications/samilpwc_k-ipo-2024.pdf, truy cập ngày 06/9/2025.
[215] Tòa án nhân dân cấp cao tại Hà Nội (2025), *Tlđd*, Tr.30, 35, 37, 40, 112, 120.

đoạn, trong đó mỗi cơ quan, tổ chức chỉ xem xét hồ sơ trong phạm vi thẩm quyền hẹp của mình, chủ yếu dựa trên kết quả thẩm định của khâu trước. Việc thiếu một cơ chế kiểm tra chéo thực chất giữa các khâu đã khiến các dữ liệu trọng yếu, đặc biệt là thông tin về vốn thực góp, không được rà soát lại một cách độc lập. Bên cạnh đó, thủ tục niêm yết hiện hành đặt trọng tâm vào việc hoàn thiện hồ sơ và tuân thủ trình tự, trong khi chưa thiết kế đầy đủ các công cụ đánh giá rủi ro nhằm phát hiện hành vi gian dối có tổ chức; đồng thời, trình tự, thủ tục niêm yết có thể bị định hình theo hướng hợp thức hóa quyết định, chưa có các biện pháp đủ mạnh để từ chối hoặc tạm dừng quá trình niêm yết khi xuất hiện các nghi vấn nghiêm trọng.

Như vậy, có thể thấy rằng hệ thống pháp luật hiện hành về trình tự, thủ tục NYCP tại Việt Nam đã đạt được mức độ hoàn thiện tương đối cao về hình thức nhưng vẫn cần cải thiện về tính thực thi, tính nhất quán và khả năng tương thích với thông lệ quốc tế. Các quy định vẫn thiên về bảo đảm tính tuần tự và hình thức của quy trình, trong khi chưa phát huy đầy đủ vai trò như một cơ chế sàng lọc rủi ro thực chất đối với doanh nghiệp dự kiến niêm yết. Việc thiếu các cơ chế kiểm tra chéo, đánh giá độc lập và can thiệp kịp thời đã làm gia tăng nguy cơ hợp thức hóa các sai phạm ngay trong giai đoạn đầu của quá trình niêm yết. Điều này đặt ra yêu cầu phải hoàn thiện pháp luật theo hướng tăng cường tính thực chất, tính thận trọng và khả năng phát hiện rủi ro trong trình tự, thủ tục niêm yết, nhằm bảo đảm rằng quyết định niêm yết không chỉ đúng quy trình mà còn đúng bản chất.

2.4. Thực trạng pháp luật về quyền và nghĩa vụ của doanh nghiệp niêm yết

2.4.1. Về quyền của doanh nghiệp niêm yết

Một điểm đáng chú ý trong pháp luật chứng khoán hiện hành là LCK năm 2019, Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định số 245/2025/NĐ-CP) chưa thiết kế một điều khoản riêng quy định trực tiếp hệ thống quyền của DNNY. Các văn bản này chủ yếu tiếp cận DNNY dưới góc độ điều kiện niêm yết, hồ sơ, trình tự, thủ tục niêm yết, duy trì niêm yết, thay đổi đăng ký niêm yết, hủy niêm yết và nghĩa vụ CBTT. Vì vậy, quyền của DNNY hiện nay không được ghi nhận thành một nhóm quyền độc lập mà chủ yếu được nhận diện gián tiếp thông qua các quy định về chức năng, nhiệm vụ tương ứng của UBCKNN, các SGDCK, các tổ chức trung gian cùng với các quy trình, thủ tục về NYCP. Trên cơ sở các quy định pháp luật hiện hành, có thể khái quát quyền của DNNY thành các nhóm cơ bản sau:

Thứ nhất, quyền đăng ký niêm yết và được xem xét chấp thuận niêm yết khi đáp ứng điều kiện luật định.

Trước hết, pháp luật hiện hành ghi nhận gián tiếp quyền của CTCP được đăng ký NYCP trên SGDCK khi đáp ứng các điều kiện pháp luật quy định. Xét về bản chất, đây không chỉ là quy định về điều kiện gia nhập thị trường mà còn là cơ sở pháp lý để xác lập quyền tiếp cận thị trường niêm yết của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp đáp ứng đầy đủ các điều kiện khách quan do pháp luật đặt ra và có hồ sơ đăng ký NYCP, SGDCK có

trách nhiệm xem xét hồ sơ và ban hành quyết định chấp thuận niêm yết trong thời hạn luật định; trường hợp từ chối phải trả lời bằng văn bản và nêu rõ lý do. Quy định này thể hiện yếu tố bảo đảm về thủ tục đối với doanh nghiệp bởi việc chấp thuận hay từ chối niêm yết không được đặt hoàn toàn trong sự tùy nghi của cơ quan tổ chức thị trường mà phải dựa trên điều kiện, hồ sơ, thời hạn và lý do pháp lý cụ thể.

Tuy nhiên, hạn chế của pháp luật hiện hành là quyền đăng ký niêm yết chưa được diễn đạt trực tiếp như một quyền chủ thể của doanh nghiệp. Quy định hiện nay thiên về mô tả điều kiện và thủ tục hơn là xác lập nguyên tắc pháp lý rằng doanh nghiệp đáp ứng điều kiện có quyền được tiếp nhận, xem xét và quyết định hồ sơ một cách công bằng, minh bạch và đúng thời hạn. Điều này làm cho địa vị pháp lý của DNNY trong giai đoạn gia nhập thị trường chưa được thể hiện đầy đủ dưới góc độ quyền chủ thể.

Thứ hai, quyền được đối xử minh bạch, công bằng và có căn cứ trong quá trình xem xét hồ sơ niêm yết.

Một nhóm quyền quan trọng khác có thể được rút ra trên cơ sở các quy định pháp luật hiện hành là quyền được xem xét hồ sơ niêm yết theo trình tự, thời hạn và căn cứ pháp lý rõ ràng. Nghị định 155/2020/NĐ-CP quy định hồ sơ đăng ký NYCP tại Điều 110 (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 37 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP). Việc pháp luật quy định cụ thể thành phần hồ sơ và thời hạn xử lý hồ sơ có ý nghĩa bảo đảm cho doanh nghiệp quyền được biết trước các yêu cầu pháp lý cần đáp ứng, từ đó hạn chế nguy cơ áp dụng tùy tiện hoặc phát sinh thêm điều kiện ngoài luật. Đặc biệt, quy định SGDCK phải trả lời bằng văn bản và nêu rõ lý do trong trường hợp từ chối chấp thuận niêm yết tại Điều 111 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi điểm a khoản 39 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP) tạo cơ sở cho doanh nghiệp kiểm tra tính hợp pháp, hợp lý của quyết định từ chối.

Như vậy, có thể nhận định rằng pháp luật hiện hành đã bước đầu ghi nhận quyền thủ tục của doanh nghiệp đăng ký niêm yết. Tuy nhiên, các quyền này vẫn còn mang tính gián tiếp. Pháp luật chưa quy định rõ quyền của doanh nghiệp được yêu cầu giải thích, bổ sung hồ sơ trong thời hạn hợp lý, quyền tiếp cận thông tin về tiến độ xử lý hồ sơ, quyền khiếu nại hoặc yêu cầu xem xét lại quyết định từ chối niêm yết theo một cơ chế chuyên biệt trong lĩnh vực chứng khoán. Vì vậy, quyền được đối xử công bằng, minh bạch trong quá trình xem xét hồ sơ niêm yết hiện mới được bảo đảm chủ yếu thông qua các nguyên tắc thủ tục chung, chưa được phát triển thành một chế định đầy đủ trong pháp luật niêm yết cổ phiếu.

Thứ ba, quyền đưa cổ phiếu vào giao dịch trên thị trường tập trung sau khi được chấp thuận niêm yết.

Sau khi được chấp thuận niêm yết, DNNY tiến hành đưa cổ phiếu vào giao dịch trên SGDCK theo trình tự luật định. Hiện nay, khoản 38 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP đã sửa đổi khoản 2 Điều 111 Nghị định 155/2020/NĐ-CP theo hướng rút ngắn thời hạn đưa chứng khoán vào giao dịch, theo đó tổ chức đăng ký niêm yết phải đăng ký

ngày giao dịch đầu tiên trong thời hạn 05 ngày làm việc kể từ ngày SGDCK ban hành quyết định chấp thuận niêm yết; ngày giao dịch phải sau ít nhất 06 ngày làm việc kể từ ngày SGDCK nhận được văn bản đề nghị của tổ chức đăng ký niêm yết nhưng tối đa không quá 30 ngày kể từ ngày SGDCK có quyết định chấp thuận niêm yết. Quy định này có thể được nhìn nhận từ hai chiều cạnh. Một mặt, đây là nghĩa vụ của doanh nghiệp sau khi được chấp thuận niêm yết. Mặt khác, xét dưới góc độ quyền, đây là cơ sở bảo đảm cho doanh nghiệp được nhanh chóng đưa cổ phiếu vào giao dịch trên thị trường tập trung, qua đó hiện thực hóa các lợi ích của việc niêm yết như tăng tính thanh khoản, mở rộng khả năng tiếp cận NĐT, nâng cao khả năng huy động vốn và tăng tính nhận diện trên thị trường vốn.

Tuy nhiên, pháp luật hiện hành vẫn chưa diễn đạt quyền này theo hướng doanh nghiệp có quyền đưa cổ phiếu vào giao dịch sau khi được chấp thuận niêm yết. Cách thiết kế hiện nay chủ yếu đặt trọng tâm vào nghĩa vụ phải đưa chứng khoán vào giao dịch đúng thời hạn, bởi nếu không đưa cổ phiếu vào giao dịch trong thời hạn 30 ngày kể từ ngày SGDCK chấp thuận đăng ký niêm yết, cổ phiếu có thể bị hủy bỏ niêm yết bắt buộc theo quy định đã được sửa đổi bởi Nghị định 245/2025/NĐ-CP. Do đó, quyền giao dịch của doanh nghiệp tồn tại trong mối quan hệ chặt chẽ với nghĩa vụ tuân thủ tiến độ đưa cổ phiếu vào giao dịch.

Thứ tư, quyền thay đổi đăng ký niêm yết khi có biến động về số lượng CPNY.

Trong quá trình hoạt động, DNNY có thể phát sinh nhu cầu thay đổi số lượng CPNY, chẳng hạn do phát hành thêm cổ phiếu, trả cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành cổ phiếu thưởng, chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu hoặc các giao dịch làm thay đổi vốn điều lệ. Điều 117 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 43 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP) quy định tổ chức niêm yết phải thực hiện thay đổi đăng ký niêm yết khi thay đổi số lượng CPNY theo trình tự, thủ tục pháp luật quy định.

Ở đây, có thể nhận diện quyền của DNNY ở khía cạnh quyền điều chỉnh thông tin niêm yết phù hợp với biến động vốn và cấu trúc chứng khoán của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp thực hiện các nghiệp vụ vốn hợp pháp, pháp luật cho phép doanh nghiệp đăng ký thay đổi niêm yết để số lượng CPNY phản ánh đúng thực trạng pháp lý của vốn cổ phần. Tuy nhiên, nhóm quyền này cũng được thiết kế dưới dạng nghĩa vụ và mang tính thủ tục nhiều hơn là quyền chủ thể. Doanh nghiệp "phải" nộp hồ sơ thay đổi đăng ký niêm yết trong thời hạn luật định, trong khi quyền được cập nhật, điều chỉnh và đưa số lượng cổ phiếu mới vào giao dịch chưa được nêu thành một quyền độc lập. Điều này cho thấy cách tiếp cận của pháp luật Việt Nam vẫn đặt trọng tâm vào quản lý trạng thái niêm yết hơn là bảo đảm đầy đủ quyền vận hành vốn của DNNY trên TTCK.

Thứ năm, quyền hủy bỏ niêm yết tự nguyện và quyền đăng ký niêm yết lại.

Một quyền đáng chú ý khác của DNNY là quyền đề nghị hủy bỏ niêm yết tự nguyện. Theo quy định tại khoản 1 Điều 121 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP, việc hủy bỏ NYCP tự nguyện phải được ĐHĐCĐ thông qua, trong đó phải được trên 50% số

phiếu biểu quyết của các cổ đông không phải là cổ đông lớn chấp thuận; đồng thời, việc hủy bỏ niêm yết tự nguyện chỉ được thực hiện sau tối thiểu 02 năm kể từ ngày có quyết định chấp thuận niêm yết trên SGDCK. Quy định này cho thấy pháp luật thừa nhận quyền tự chủ nhất định của doanh nghiệp trong việc rút khỏi thị trường CPNY. Tuy nhiên, cần lưu ý quyền này bị giới hạn bởi yêu cầu bảo vệ cổ đông thiểu số và bảo vệ NĐT. Việc yêu cầu tỷ lệ biểu quyết của cổ đông không phải là cổ đông lớn phản ánh định hướng kiểm soát nguy cơ nhóm cổ đông chi phối sử dụng quyết định hủy niêm yết để làm ảnh hưởng bất lợi đến cổ đông nhỏ lẻ. Ngoài ra, hồ sơ hủy niêm yết tự nguyện phải có phương án giải quyết quyền lợi cho cổ đông sau khi hủy niêm yết, qua đó đặt quyền tự chủ của doanh nghiệp trong mối quan hệ cân bằng với quyền lợi của NĐT.

Bên cạnh đó, pháp luật cũng ghi nhận cơ chế đăng ký niêm yết lại. Tổ chức có cổ phiếu bị hủy niêm yết theo quy định về hủy niêm yết bắt buộc hoặc tự nguyện chỉ được đăng ký niêm yết lại sau khi giao dịch tối thiểu 02 năm trên hệ thống UPCoM; điều kiện, hồ sơ và thủ tục đăng ký niêm yết lại thực hiện theo quy định về đăng ký niêm yết[216]. Quy định này cho thấy việc bị hủy niêm yết không làm chấm dứt vĩnh viễn khả năng tiếp cận thị trường niêm yết của doanh nghiệp mà doanh nghiệp vẫn có quyền quay trở lại thị trường nếu đáp ứng các điều kiện luật định. Dù vậy, quyền hủy niêm yết tự nguyện và quyền niêm yết lại hiện vẫn được quy định rải rác trong phần thủ tục, chưa được khái quát như một bộ phận của địa vị pháp lý của DNNY. Đây là hạn chế về mặt cấu trúc pháp luật bởi các quyền này có ý nghĩa quan trọng trong việc xác lập quyền tự chủ của doanh nghiệp đối với trạng thái niêm yết của cổ phiếu.

Nhìn tổng thể, thực tiễn TTCK Việt Nam cho thấy các quyền của DNNY tuy chưa được pháp luật ghi nhận thành một hệ thống độc lập nhưng đã được vận hành thông qua các cơ chế pháp lý cụ thể, gắn với quá trình gia nhập, duy trì, điều chỉnh và rút khỏi thị trường niêm yết. Tuy nhiên, chính việc các quyền này chủ yếu được suy ra từ thủ tục NYCP và hoạt động quản lý NYCP cho thấy nhu cầu cần tiếp tục hoàn thiện pháp luật theo hướng ghi nhận rõ hơn địa vị pháp lý của DNNY. Việc xác lập minh thị hệ thống quyền của DNNY sẽ góp phần tạo môi trường pháp lý minh bạch, dự đoán được và cân bằng hơn giữa yêu cầu bảo vệ NĐT với mục tiêu khuyến khích doanh nghiệp tham gia thị trường vốn có tổ chức.

2.4.2. Về nghĩa vụ của doanh nghiệp niêm yết

Với tư cách là chủ thể trung tâm của hoạt động NYCP, đặt trong mối tương quan với các quyền năng đã được phân tích, chủ thể thực hiện NYCP có nhiều nghĩa vụ pháp lý khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn ở các nghĩa vụ chính sau đây:

Thứ nhất, nghĩa vụ đăng ký chứng khoán tại VSDC.

Một trong những nghĩa vụ đầu tiên và bắt buộc mà tổ chức niêm yết phải thực hiện là đăng ký chứng khoán tại VSDC. Theo khoản 1 Điều 61 LCK năm 2019, chứng khoán

[216] Xem thêm: Điều 122 Nghị định 155/2020/NĐ-CP.

niêm yết phải được lưu ký tập trung tại VSDC. Bên cạnh đó, CTĐC, tổ chức phát hành cũng phải thực hiện thủ tục đăng ký thông tin về CTĐC, chứng khoán và người sở hữu với VSDC để bảo đảm sự minh bạch, thống nhất và đồng bộ trong hệ thống dữ liệu thị trường[217]. Nội dung này được cụ thể hóa tại Điều 149 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi điểm a, b khoản 64 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP) quy định các loại chứng khoán phải được đăng ký tập trung tại VSDC, trong đó bao gồm CPNY[218] theo hình thức bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử[219], đồng thời, CTĐC, tổ chức phát hành phải hoàn tất việc đăng ký chứng khoán tại VSDC trước khi đưa chứng khoán vào giao dịch trên hệ thống giao dịch của SGDCK - phản ánh sự chuyển đổi sang mô hình chứng khoán phi vật chất, hướng đến hạ tầng thị trường hiện đại và kết nối liên thông. Việc bắt buộc lưu ký và đăng ký chứng khoán tại VSDC mang ý nghĩa đặc biệt quan trọng cả trên phương diện kỹ thuật vận hành lẫn lý thuyết cơ sở. Dưới góc độ pháp lý, điều này tạo ra một cơ sở dữ liệu tập trung giúp giám sát quyền sở hữu, hỗ trợ thanh toán và ngăn ngừa hành vi giao dịch nội gián hoặc chuyển nhượng CPNY trái pháp luật. Trên phương diện lý thuyết, đây là cơ chế cốt lõi nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống theo tinh thần của Lý thuyết Điều tiết và Lý thuyết Thông tin bất cân xứng: khi dữ liệu về sở hữu, chuyển nhượng và giao dịch chứng khoán được chuẩn hóa và minh bạch tại một đầu mối duy nhất, các bên tham gia thị trường, đặc biệt là NĐT nhỏ lẻ, sẽ được bảo vệ tốt hơn trước các hành vi chiếm đoạt thông tin hoặc thao túng thị trường. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng, việc đăng ký chứng khoán theo quy định trên không thể hiện chứng khoán đó đủ điều kiện niêm yết tại SGDCK[220].

Thực tiễn tại nhiều thị trường phát triển cũng cho thấy rằng hệ thống lưu ký tập trung là điều kiện tiên quyết để thực hiện các cải cách hạ tầng như giao dịch T+0, thanh toán tức thời (real-time settlement), phát triển sản phẩm phái sinh và kết nối xuyên biên giới; từ đó đảm bảo tính minh bạch, công bằng; tính hiệu quả trong thực thi và tính quốc tế hóa của pháp luật. Việt Nam hiện đã từng bước chuẩn hóa mô hình này thông qua vai trò trung tâm trong hoạt động lưu ký và bù trừ của VSDC, đặc biệt trong việc hoàn thiện hệ thống công nghệ thông tin mới cho thị trường, nâng cấp hạ tầng đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán, qua đó từng bước củng cố hệ thống hậu giao dịch theo hướng tập trung, an toàn và hiệu quả. Theo khuyến nghị của World Bank (2023), hiện đại hóa cơ sở dữ liệu sở hữu chứng khoán và tích hợp chức năng giám sát rủi ro chính là một trong những điều kiện quan trọng nhằm nâng cao khả năng chống chịu của thị trường tài chính Việt Nam trước các cú sốc lan truyền[221].

Thứ hai, nghĩa vụ CBTT.

Ở tất cả các quốc gia, CBTT là nghĩa vụ bắt buộc đối với tất cả các tổ chức niêm

[217] Xem thêm: khoản 2 Điều 61 LCK năm 2019.
[218] Xem thêm: khoản 1 Điều 149 Nghị định 155/2020/NĐ-CP.
[219] Xem thêm: khoản 3 Điều 149 Nghị định 155/2020/NĐ-CP.
[220] Xem thêm: khoản 3b Điều 149 Nghị định 155/2020/NĐ-CP.
[221] The World Bank (2023), *Tlđd*.

yết. Đây là trách nhiệm với thị trường, các cơ quan quản lý nhà nước, cộng đồng NĐT, các cổ đông và các bên liên quan mà DNNY cần tuân thủ. Hiện nay ở Việt Nam, nghĩa vụ CBTT của DNNY trên TTCK được quy định chi tiết tại LCK năm 2019 (từ Điều 118 - 120, 127, 128), từ Điều 295 đến Điều 300 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 245/2025/NĐ-CP) và Thông tư 96/2020/TT-BTC (được sửa đổi, bổ sung bởi Thông tư 08/2026/TT-BTC). Các quy định về xử phạt các hành vi vi phạm CBTT trên TTCK được quy định tại Nghị định 156/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 128/2021/NĐ-CP và Nghị định 306/2025/NĐ-CP). Theo đó, tổ chức niêm yết có nghĩa vụ công bố đầy đủ, chính xác và kịp thời các thông tin định kỳ và bất thường về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh, tài chính và tình hình QTCT cho cổ đông và công chúng. Ngoài ra, tổ chức niêm yết cũng phải công bố các thông tin khác nếu các thông tin đó có khả năng ảnh hưởng đến giá chứng khoán và ảnh hưởng đến quyết định của cổ đông và NĐT; phải chịu trách nhiệm trước pháp luật về nội dung thông tin công bố. Việc CBTT phải do người đại diện theo pháp luật hoặc người ủy quyền CBTT thực hiện bảo đảm cổ đông và công chúng có thể tiếp cận công bằng. Ngôn ngữ trong CBTT cần rõ ràng, dễ hiểu và tránh gây hiểu lầm cho cổ đông và NĐT. Thông tin có thể được công bố qua nhiều phương tiện như: a) Trang thông tin điện tử (website) của DNNY; b) Hệ thống CBTT của UBCKNN; c) Trang thông tin điện tử của SGDCK, phương tiện CBTT khác theo Quy chế của SGDCK; d) Trang thông tin điện tử của VSDC; đ) Các phương tiện thông tin đại chúng khác theo quy định pháp luật (báo in, báo điện tử,...).

Về tổng thể, khung pháp luật về CBTT trên TTCK Việt Nam được xây dựng dựa trên nền tảng là sự phát triển của TTCK theo từng giai đoạn, từng thời kỳ, phản ánh tính đầy đủ, thống nhất, rõ ràng và tính linh hoạt, phù hợp của cần có. Việc pháp luật yêu cầu tất cả các tổ chức niêm yết phải thực hiện nghĩa vụ CBTT đã tạo ra một sân chơi bình đẳng cho các doanh nghiệp, góp phần bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các chủ thể liên quan trên TTCK, là biểu hiện của tính minh bạch, công bằng và góp phần củng cố tính hiệu quả trong thực thi. Các quy định của pháp luật ngày càng đầy đủ và hoàn thiện hơn đã tạo điều kiện thuận lợi cho các chủ thể có nghĩa vụ thực hiện CBTT, đồng thời, củng cố khung pháp lý cho việc phát hiện, ngăn chặn và xử lý kịp thời các hành vi vi phạm pháp luật về CBTT trên thực tế[222]. Xét về cấu trúc pháp lý, hệ thống nghĩa vụ CBTT tại Việt Nam đã đạt được mức độ hoàn thiện tương đối cao, với sự phân loại rõ ràng giữa CBTT định kỳ, bất thường và theo yêu cầu. Quy định tại LCK năm 2019 và các văn bản hướng dẫn đã tạo ra nền tảng pháp lý cho sự minh bạch và công bằng trên thị trường vốn. Theo Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, thị trường tài chính luôn tồn tại nguy cơ bất bình đẳng thông tin giữa doanh nghiệp và NĐT, đặc biệt là NĐT nhỏ lẻ[223]. Chính vì vậy, nghĩa vụ CBTT của tổ chức niêm yết không chỉ là trách nhiệm

[222] Phan Đăng Hải, Nguyễn Phương Thảo (2021), Tlđd.
[223] Akerlof, G. A. (1970), Tlđd.

pháp lý mà còn là thiết chế phòng vệ quan trọng nhằm hạn chế rủi ro đạo đức từ phía ban điều hành. Với các quy định về nghĩa vụ CBTT, Việt Nam đã từng bước tạo ra một "sân chơi" hướng đến sự bình đẳng, giúp NĐT có cơ sở đưa ra quyết định đầu tư trong trung và dài hạn đạt hiệu quả cao.

Thêm vào đó, các quy định về nghĩa vụ CBTT của tổ chức niêm yết trên TTCK Việt Nam đã có những bước tiến dài trong việc tiếp cận các chuẩn mực quốc tế, phản ánh tính quốc tế hóa mà các thông lệ tốt đã đặt ra. Điều này thể hiện qua các yêu cầu, nguyên tắc và chuẩn mực quốc tế về QTCT nói chung và CBTT nói riêng đã từng bước được nội luật hóa trong các hệ thống pháp luật của Việt Nam. Cụ thể, các nguyên tắc về minh bạch và trách nhiệm giải trình trong Bộ Nguyên tắc QTCT G20/OECD đã được phản ánh một phần trong các văn bản quy phạm pháp luật trong nước, đặc biệt là yêu cầu CBTT về cấu trúc sở hữu, hoạt động quản trị và chiến lược dài hạn[224]. Trước đó, ngày 16/3/2020, Bộ Tài chính đã ban hành Quyết định số 345/QĐ-BTC về việc phê duyệt đề án áp dụng chuẩn mực báo cáo tài chính tại Việt Nam, cho phép các doanh nghiệp áp dụng tự nguyện IFRS cho giai đoạn từ 2022 đến 2025 và áp dụng bắt buộc sau năm 2025[225]. Cột mốc này thể hiện cam kết của Việt Nam trong việc tiếp cận và tuân thủ chuẩn mực quốc tế nhằm nâng cao so sánh và niềm tin của NĐT. Tuy nhiên, so với các tiêu chuẩn công bố của IOSCO, đặc biệt là các nguyên tắc về tính đầy đủ, kịp thời và công bằng của thông tin công bố, khung pháp lý Việt Nam vẫn còn thiếu các chỉ dẫn kỹ thuật rõ ràng về nội dung tối thiểu trong báo cáo thường niên, báo cáo rủi ro hoặc CBTT về ESG. Điều này dẫn đến tình trạng thiếu nhất quán giữa các CTNY về mức độ và chất lượng CBTT.

Những cải tiến trong quy định của pháp luật nghĩa vụ CBTT của tổ chức niêm yết đã góp phần mang đến nhiều dấu hiệu tích cực, cho thấy mức độ cải thiện rõ rệt về CBTT trên toàn TTCK. Theo Báo cáo khảo sát CBTT IR Award 2025, có đến 460 DNNY đạt danh hiệu doanh nghiệp đạt Chuẩn CBTT 2025 (Information Disclosure Best Practices 2025), tương ứng với tỷ lệ 67% trên tổng số đơn vị được khảo sát - là tỷ lệ cao nhất trong toàn bộ 15 năm lịch sử IR Awards (2011-2025). So với năm 2024, số lượng doanh nghiệp đạt Chuẩn CBTT năm 2025 tăng thêm 36 đơn vị (từ 424 lên 460 đơn vị), tỷ lệ tăng từ mức 60% lên mức 67%, cho thấy xu hướng cải thiện mạnh và nhận thức cao hơn từ phía doanh nghiệp về vai trò và trách nhiệm của hoạt động CBTT trên TTCK Việt Nam[226]. Bức tranh tổng thể của năm 2025 phản ánh sự dịch chuyển tích cực về nhận thức và hành động trong CBTT, không chỉ ở các doanh nghiệp đầu ngành mà còn lan tỏa mạnh mẽ đến nhóm Mid Cap và Small Cap. Tỷ lệ đạt chuẩn cao kỷ lục năm nay không chỉ là kết quả của quá trình cải thiện nội tại doanh nghiệp mà còn khẳng định vai

---

[224] OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en/full-report.html, truy cập ngày 28/8/2025.

[225] Deloitte Vietnam & HSX, *Readiness assessment on IFRS adoption*, 2021, retrieved from https://www.deloitte.com/southeast-asia/en/services/audit/research/readiness-assessment-on-ifrs.html, truy cập ngày 28/8/2025.

[226] Vietstock (2025), "Báo cáo khảo sát CBTT 2025", *IR Award*, https://vafe.org.vn/Uploads/files/IR2025_BaoCaoKhaoSatCongBoThongTin2025_PDF(1).pdf.

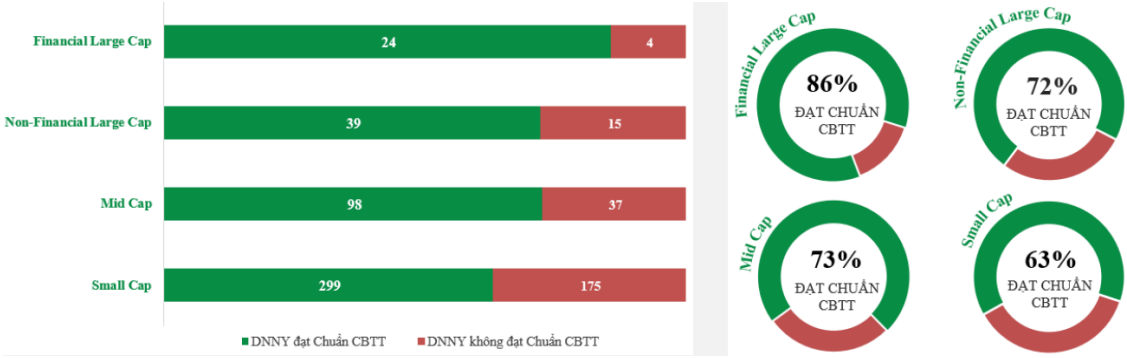
trò của CBTT như một tiêu chí thiết yếu trong quản trị doanh nghiệp minh bạch và thu hút NĐT - là tiền đề quan trọng để nâng tầm chất lượng thị trường vốn Việt Nam trong thời gian tới. Tỷ lệ doanh nghiệp đạt Chuẩn CBTT có xu hướng gia tăng rõ rệt qua 15 năm triển khai chương trình IR Awards (2011-2025) không chỉ phản ánh sự trưởng thành trong quản trị thông tin của các DNNY mà còn đóng vai trò quan trọng trong việc củng cố niềm tin NĐT và gia tăng sức hút của thị trường vốn Việt Nam. Đà tăng liên tục trong hơn một thập kỷ cũng minh chứng cho chuyển biến tích cực trong ý thức tuân thủ CBTT của doanh nghiệp. Sự cải thiện này là kết quả của sự kết hợp giữa cơ chế giám sát ngày càng chặt chẽ từ cơ quan quản lý, áp lực từ thị trường, kỳ vọng của cổ đông và yêu cầu ngày càng cao của NĐT đối với tính minh bạch và năng lực quản trị doanh nghiệp.

Hình 2.5. 460/691 doanh nghiệp đạt chuẩn công bố thông tin năm 2025



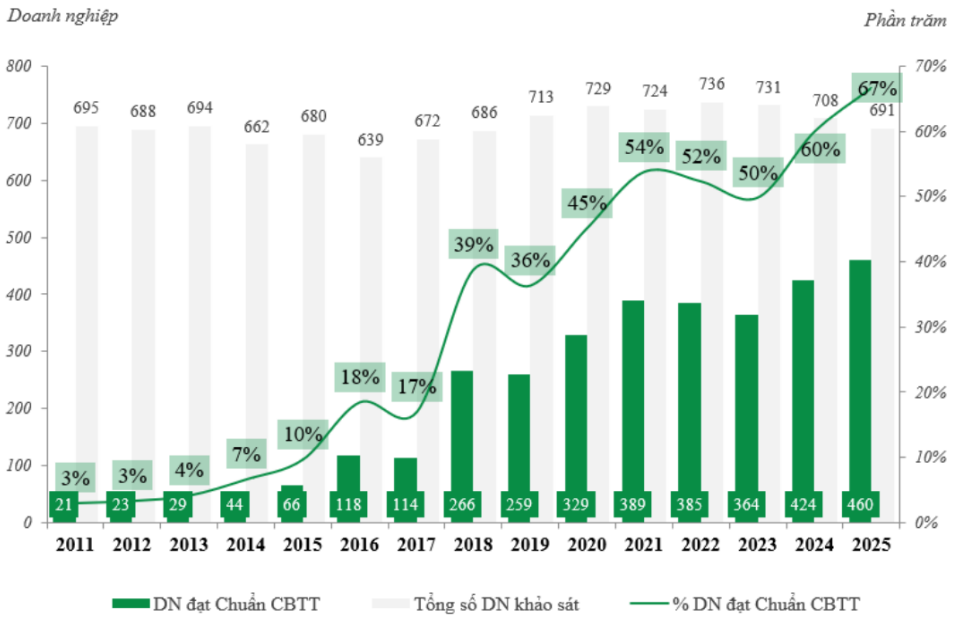
Nguồn: Vietstock (2025), *Báo cáo khảo sát CBTT 2025*.

Hình 2.6. Doanh nghiệp đạt chuẩn công bố thông tin năm 2025 theo nhóm vốn hóa



Nguồn: Vietstock (2025), *Báo cáo khảo sát CBTT 2025*.

Hình 2.7. Doanh nghiệp đạt Chuẩn công bố thông tin qua 15 năm IR Awards (2011-2025)



Nguồn: Vietstock (2025), *Báo cáo khảo sát CBTT 2025.*

Tuy nhiên, bên cạnh những tín hiệu tích cực, thực tiễn hoạt động CBTT của tổ chức niêm yết vẫn còn tồn tại một số hạn chế, bất cập sau đây:

Một là, mặc dù hệ thống pháp luật về CBTT tại Việt Nam đã được củng cố và ngày càng tiệm cận chuẩn mực quốc tế, nhưng thực tế cho thấy tình trạng vi phạm nghĩa vụ CBTT của các DNNY vẫn còn diễn ra thường xuyên. Theo thống kê của Vietstock, trong năm 2024, UBCKNN đã ban hành 224 quyết định xử phạt với tổng số tiền phạt là 55.5 tỷ đồng; số quyết định xử phạt năm 2024 cao hơn 79 quyết định so với năm trước, tổng tiền phạt tăng hơn 61%; trong đó vi phạm phổ biến nhất đều liên quan đến nghĩa vụ CBTT với 144 doanh nghiệp vi phạm lỗi không CBTT; 31 doanh nghiệp CBTT không đầy đủ nội dung; 26 doanh nghiệp CBTT không đúng hạn; 16 doanh nghiệp CBTT sai lệch… [227]. Ví dụ đáng chú ý là CTCP Nông dược HAI (mã chứng khoán HAI) bị huỷ niêm yết từ ngày 18/4/2023 do tổ chức niêm yết vi phạm nghiêm trọng nghĩa vụ CBTT và các trường hợp khác mà SGDCK hoặc UBCKNN xét thấy cần thiết phải hủy niêm yết nhằm bảo vệ quyền lợi của NĐT, thuộc trường hợp chứng khoán bị hủy niêm yết bắt buộc theo quy định tại điểm o khoản 1 Điều 120 Nghị định 155/2020/NĐ-CP. Hay trường hợp của CTCP Xây dựng FLC Faros (mã chứng khoán ROS) - là doanh nghiệp có mức độ tập trung sở hữu cực cao và quá trình điều hành mang tính cá nhân hóa, cũng đã từng bị xử phạt hành chính năm 2023 vì vi phạm nghĩa vụ CBTT trong thời gian ông Trịnh Văn Quyết, cựu Chủ tịch HĐQT Tập đoàn FLC đã bị khởi tố, bắt tạm giam và

[227] Vietstock (2025), *"Những con số biết nói nhìn từ án phạt chứng khoán năm 2024"*, https://vietstock.vn/2025/01/nhung-con-so-biet-noi-nhin-tu-an-phat-chung-khoan-nam-2024-830-1256691.htm, truy cập ngày 28/8/2025.

đang trong quá trình điều tra về vụ án "Thao túng TTCK" và "Lừa đảo chiếm đoạt tài sản" xảy ra tại FLC. Dưới góc độ Lý thuyết Thông tin bất cân xứng, tình trạng này làm gia tăng rủi ro "lựa chọn bất lợi" và "tư lợi đạo đức" trên thị trường. Khi NĐT không thể tiếp cận thông tin đầy đủ, chính xác và kịp thời, họ sẽ khó phân biệt được giữa doanh nghiệp có năng lực thực chất và doanh nghiệp yếu kém, từ đó có thể rút vốn hàng loạt hoặc ra quyết định sai lầm. Điều này dẫn đến mất lòng tin thị trường và gia tăng biến động giá cổ phiếu.

Hai là, chất lượng CBTT của DNNY tại Việt Nam hiện vẫn chưa đồng đều, đặc biệt là ở nhóm doanh nghiệp quy mô nhỏ, mới niêm yết hoặc có cơ cấu cổ đông tập trung. Điều này phần nào phản ánh tính hiệu quả trong thực thi đang gặp nhiều hạn chế. Nhiều báo cáo tài chính, báo cáo thường niên còn thiếu nội dung phân tích chuyên sâu, thiếu minh bạch về rủi ro tài chính, giao dịch với bên liên quan và chưa tuân thủ đầy đủ nguyên tắc IFRS hoặc chuẩn mực QTCT theo khuyến nghị của OECD (2023). Báo cáo của Ngân hàng Thế giới (2023) cho biết, việc CBTT chưa nhất quán và thiếu chuẩn hóa trong giai đoạn trước đây chính là một trong những rào cản lớn khiến Việt Nam khó đáp ứng tiêu chuẩn nâng hạng của MSCI hay FTSE Russell[228] tại thời điểm đó.

Ba là, tỷ trọng NĐT cá nhân trên TTCK Việt Nam là rất lớn, làm gia tăng rủi ro ảnh hưởng đến tính minh bạch và công bằng. Theo số liệu cập nhật từ World Bank, NĐT cá nhân chiếm đến 87% giá trị giao dịch trên HOSE, thể hiện cấu trúc thị trường thiên về giao dịch ngắn hạn và nhạy cảm với thông tin[229]. Tuy nhiên, đặc điểm phổ biến của nhóm NĐT này là thiếu kinh nghiệm và khả năng phân tích thông tin, dễ bị dẫn dắt bởi tin đồn hoặc hành vi bầy đàn, đặc biệt khi CBTT thiếu minh bạch và không kịp thời. Tình trạng này khiến cho rủi ro bất đối xứng thông tin không chỉ giới hạn ở phía CTNY mà còn lan rộng và ảnh hưởng nghiêm trọng đến hiệu quả phân bổ vốn trên thị trường. Đặc biệt, trong các giai đoạn thị trường biến động, việc thiếu thông tin chính xác và đáng tin cậy có thể khiến NĐT cá nhân bán tháo, gây ra hiệu ứng lan truyền tiêu cực và tổn hại đến tính ổn định của thị trường tài chính.

Thứ ba, nghĩa vụ tuân thủ các quy định về QTCT.

QTCT là một trong những yếu tố trọng tâm bảo đảm sự phát triển bền vững của TTCK, được coi là hàng rào pháp lý nhằm hạn chế xung đột lợi ích giữa các nhóm cổ đông và ban điều hành, nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp và củng cố niềm tin cho NĐT trên thị trường. Trong bối cảnh hội nhập quốc tế sâu rộng, yêu cầu về QTCT đối với các DNNY trên TTCK Việt Nam không chỉ xuất phát từ nhu cầu nội tại của nền kinh tế mà còn là đòi hỏi của thị trường vốn toàn cầu khi tiêu chuẩn minh bạch và trách nhiệm giải trình ngày càng trở thành thước đo uy tín và khả năng tiếp cận vốn bền vững của doanh nghiệp. Điều này đã được nhấn mạnh trong Vietnam Corporate

[228] The World Bank (2023), *Tlđd*.
[229] The World Bank (2023), *Tlđd*.

Governance Code of Best Practices khi cho rằng các tiêu chuẩn quản trị là nền tảng quan trọng giúp doanh nghiệp Việt Nam duy trì khả năng cạnh tranh để tăng trưởng dài hạn trên thị trường quốc tế[230].

Về cơ sở pháp lý, LCK năm 2019 quy định về QTCT tại Điều 40, 41, nhấn mạnh đến tính minh bạch, công bằng và trách nhiệm giải trình của HĐQT, ban kiểm soát cũng như ban điều hành. Các quy định này được cụ thể hóa tại các điều từ Điều 269 đến Điều 294 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 245/2025/NĐ-CP), trong đó xác định chi tiết về cơ cấu quản trị, yêu cầu tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập, cơ chế giám sát nội bộ và quyền của cổ đông. Thông tư 116/2020/TT-BTC tiếp tục hướng dẫn thi hành, quy định nghĩa vụ báo cáo quản trị định kỳ, trách nhiệm công khai giao dịch với bên liên quan, cũng như yêu cầu về đào tạo thành viên HĐQT. Có thể nói, hệ thống pháp luật về QTCT hiện nay đã được xây dựng tương đối đồng bộ, tạo cơ sở pháp lý cho việc nâng cao chất lượng quản trị trong DNNY.

Trong thực tiễn, nhiều DNNY đã có bước tiến rõ rệt trong việc tuân thủ các quy định này. Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2024 ghi nhận một số doanh nghiệp không chỉ dừng ở việc tuân thủ các chuẩn mực pháp lý tối thiểu mà còn hướng tới thông lệ quốc tế, đặc biệt là các tiêu chuẩn về quản trị bền vững và ESG[231]. Ngày càng nhiều doanh nghiệp được vinh danh ở giải thưởng QTCT tốt, phản ánh xu hướng ngày càng gia tăng về nhận thức của doanh nghiệp đối với vai trò của QTCT trong nâng cao năng lực cạnh tranh[232]. Đây chính là tín hiệu tích cực cho thấy khung pháp lý đang dần phát huy tác dụng, kết hợp với sức ép từ thị trường và kỳ vọng của NĐT, buộc doanh nghiệp phải cải thiện chất lượng quản trị. Báo cáo trên cũng đã ghi nhận nhiều DNNY có thực hành QTCT tích cực, vượt trên các yêu cầu pháp lý tối thiểu. Chẳng hạn, CTCP Sữa Việt Nam, CTCP FPT, CTCP Đầu tư Thế giới di động,… được đánh giá cao nhờ có cơ cấu HĐQT đa dạng, tỷ lệ thành viên độc lập cao, quy trình CBTT đầy đủ, minh bạch về ESG và hệ thống kiểm soát nội bộ chuyên nghiệp. Những doanh nghiệp này không chỉ công khai báo cáo thường niên theo đúng quy định mà còn chủ động công bố chiến lược ESG, quy trình kiểm soát rủi ro và báo cáo phát triển bền vững - điều chưa bắt buộc theo pháp luật hiện hành. Đặc biệt, CTCP Sữa Việt Nam và CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau là số ít doanh nghiệp được vinh danh ở hạng mục Giải QTCT vượt trên tuân thủ, phù hợp với thông lệ quản trị quốc tế[233].

---

[230] State Securities Commission of Vietnam & International Finance Corporation (2019), *Vietnam Corporate Governance Code of Best Practices*, p. 6, https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/vietnam_cg_code_of_best_practices_v1.0_english.pdf?utm_source, truy cập ngày 29/8/2025.

[231] Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2024), *Tlđd*, truy cập ngày 29/8/2025.

[232] Tin nhanh chứng khoán (2024) *Nỗ lực vượt trên tuân thủ: 25 DNNY được vinh danh giải QTCT 2024*, https://www.tinnhanhchungkhoan.vn/no-luc-vuot-tren-tuan-thu-25-doanh-nghiep-niem-yet-duoc-vinh-danh-giai-quan-tri-cong-ty-2024-post358270.html, truy cập ngày 29/8/2025.

[233] Vietnam Listed Company Awards (2024), *Kết quả bình chọn 2024*, https://vlca.vn/ket-qua-binh-chon/2024-2/, truy cập ngày 29/8/2025.

Tuy nhiên, tính hiệu quả trong thực thi là một vấn đề cần bàn bởi mức độ tuân thủ các quy định về QTCT của DNNY tại Việt Nam hiện nay vẫn còn nhiều giới hạn. Về cơ cấu và tính hiệu quả của HĐQT: hiện nay, nhiều CTNY chưa đáp ứng yêu cầu của các thông lệ tốt về tính đa dạng và hiệu quả hoạt động của HĐQT; một số công ty còn thực hiện quản trị theo mô hình HĐQT can thiệp, trong đó các thành viên HĐQT thường xuyên tham gia chỉ đạo Ban giám đốc trong các hoạt động điều hành, dẫn đến rủi ro làm mất đi vai trò chủ động của BGĐ; tính độc lập và khách quan của các thành viên HĐQT độc lập ở một số công ty còn chưa đảm bảo; cơ cấu của Ủy ban kiểm toán và Ủy ban nhân sự ở một số công ty chưa đáp ứng yêu cầu của thông lệ tốt về số lượng thành viên độc lập, vẫn còn trường hợp thành viên HĐQT điều hành tham gia vào các ủy ban này...[234] Điều này khiến cho cơ chế kiểm soát nội bộ mất đi tính hiệu quả, dẫn đến nguy cơ xung đột lợi ích vẫn tồn tại mà không được xử lý triệt để. Về hệ thống quản trị rủi ro, kiểm soát nội bộ và kiểm toán nội bộ: Một số công ty chưa thành lập Ủy ban quản trị rủi ro và chưa có bản đồ rủi ro theo thời gian thực để hỗ trợ việc ra quyết định. Hệ thống thông tin quản trị rủi ro có tồn tại nhưng chưa được tối ưu hóa và chưa áp dụng công nghệ trong quản lý dữ liệu thông tin về rủi ro; hệ thống kiểm soát nội bộ của nhiều công ty còn một số tồn tại liên quan đến việc thiếu các quy trình chủ chốt hoặc quy trình chưa được cập nhật kịp thời, làm ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị doanh nghiệp; tính độc lập khách quan và hiệu quả của bộ phận kiểm toán nội bộ ở nhiều đơn vị chưa được đảm bảo…[235]. Về trách nhiệm giám sát báo cáo tài chính và CBTT: Ở một số CTNY, vẫn còn trường hợp báo cáo tài chính được lập muộn, gửi muộn hoặc gửi không đầy đủ cho các thành viên HĐQT, dẫn đến việc các thành viên không có đủ thời gian và không có đủ thông tin để rà soát và chất vấn Ban Giám đốc; một số công ty chưa có quy trình rà soát giao dịch với các bên liên quan và chưa đảm bảo việc CBTT kịp thời đầy đủ… Trong một số trường hợp, quyền của cổ đông thiểu số chưa được bảo đảm thực chất, đặc biệt khi thông tin quan trọng không được cung cấp đầy đủ hoặc kịp thời, khiến họ không thể tham gia quyết định hiệu quả. Tình trạng này không chỉ phản ánh sự bất cân xứng thông tin giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ mà còn tạo ra rào cản đối với việc hình thành một cơ chế giám sát mang tính thị trường. Đáng chú ý, cấu trúc sở hữu tại các DNNY Việt Nam đang thể hiện rõ đặc điểm của mô hình "kiểm soát tập trung" khi nhóm ba cổ đông lớn nhất thường nắm giữ trên 51% số lượng cổ phần có quyền biểu quyết[236]. Tỷ lệ này tuy không cao vượt trội so với các nước ASEAN nhưng vẫn đủ để tạo điều kiện cho khả năng kiểm soát, chi phối việc ra quyết định, từ đó tạo ra nguy cơ lạm quyền, áp đặt quyết định lên toàn bộ doanh nghiệp, làm lu mờ quyền lợi hợp pháp của các cổ đông

---

[234] Nguyễn Lưu Tuyền (2024), "QTCT tại các DNNY trên sàn chứng khoán Việt Nam: Thực trạng và giải pháp", *Tạp chí Công thương - Các kết quả nghiên cứu khoa học và ứng dụng công nghệ*, Số 25 tháng 12 năm 2024, https://tapchicongthuong.vn/quan-tri-cong-ty-tai-cac-doanh-nghiep-niem-yet-tren-san-chung-khoan-viet-nam--thuc-trang-va-giai-phap-132812.htm, truy cập ngày 29/8/2025.

[235] Nguyễn Lưu Tuyền (2024), Tlđd.

[236] Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2024), *tlđd*, Tr. 13.

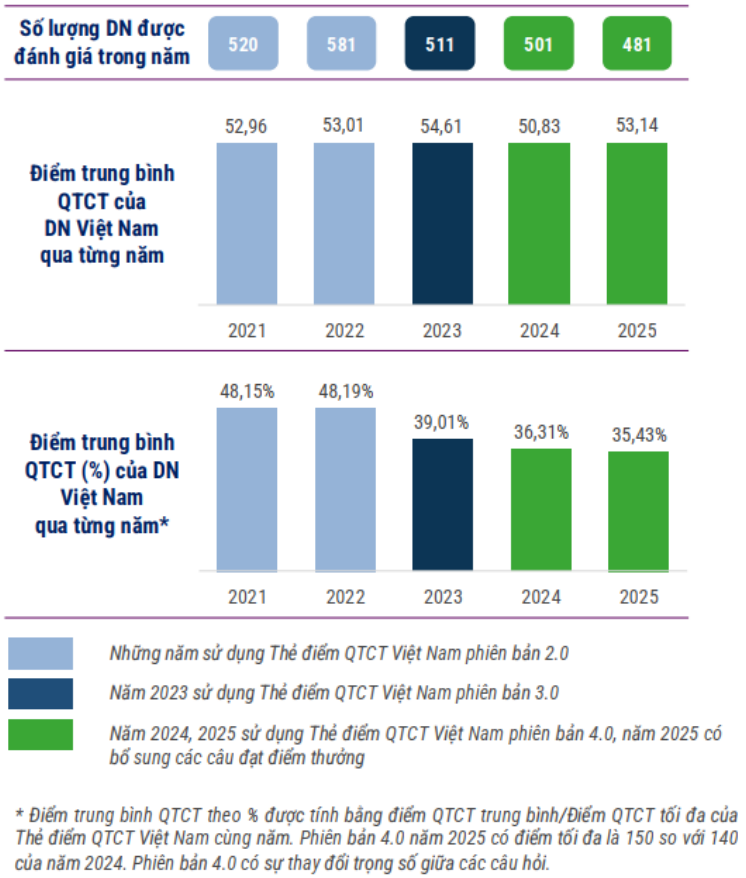
nhỏ lẻ. Trong thực tế, mô hình này đã khiến nhiều cổ đông nhỏ không có khả năng đề cử thành viên HĐQT, không thể triệu tập ĐHĐCĐ bất thường và đặc biệt là không đủ thông tin để phát hiện các giao dịch có khả năng xung đột lợi ích giữa cổ đông lớn và công ty.

Một nguyên nhân quan trọng làm hạn chế hiệu quả thực thi các quy định về QTCT của DNNY tại Việt Nam là sự thiếu vắng cơ chế "comply or explain" (tuân thủ hoặc giải trình) theo đúng nghĩa. Hiện nay, pháp luật chủ yếu đặt ra các yêu cầu tuân thủ mang tính bắt buộc nhưng chưa thiết kế đầy đủ cơ chế buộc doanh nghiệp giải trình công khai, có chất lượng và có thể kiểm chứng khi không đáp ứng hoặc chỉ đáp ứng một phần các chuẩn mực QTCT. Vì vậy, nhiều doanh nghiệp có xu hướng tuân thủ theo hướng hình thức, đối phó, tập trung vào việc hoàn thành biểu mẫu, báo cáo, cơ cấu nhân sự tối thiểu, trong khi chưa thực sự cải thiện hiệu quả hoạt động của HĐQT, tính độc lập của thành viên HĐQT và trách nhiệm giải trình trước cổ đông.

Cùng với đó, vẫn còn không ít doanh nghiệp bị đánh giá thấp hoặc vi phạm nghiêm trọng các nguyên tắc QTCT. Trong đó, thiếu thành viên HĐQT độc lập và thiếu các ủy ban chuyên môn giúp việc cho HĐQT là khoảng lỗi mà rất nhiều doanh nghiệp đang mắc phải. Theo Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025, có 38% trong số 481 doanh nghiệp khảo sát đáp ứng được quy định 1/3 thành viên HĐQT là độc lập[237]. Như vậy, còn trên 60%, tương đương khoảng gần 290 doanh nghiệp chưa đáp ứng quy định này. Cùng với đó, việc đánh giá hiệu quả hệ thống kiểm soát nội bộ của HĐQT được đánh giá là vẫn còn hạn chế khi hơn 70% doanh nghiệp không CBTT liên quan đến hoạt động đánh giá này. Chỉ 7% doanh nghiệp công bố đầy đủ thông tin về hệ thống kiểm soát nội bộ và tuân thủ pháp luật và dưới 2% có báo cáo về việc HĐQT có thực hiện đánh giá cơ cấu vốn và nợ vay gắn với mục tiêu chiến lược và khẩu vị rủi ro của doanh nghiệp[238].

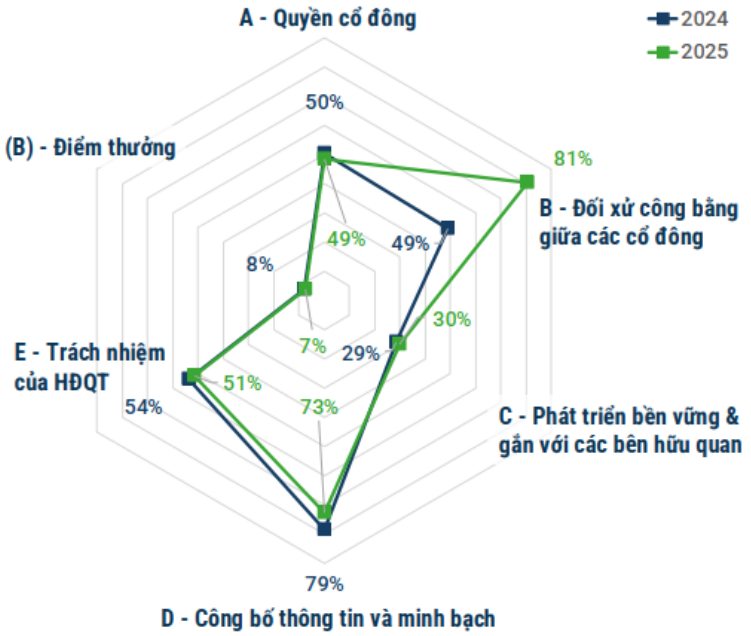
[237] Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2025), *tlđd*, Tr. 29.
[238] Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2025), *tlđd*, Tr. 33.

Hình 2.8. Điểm trung bình Quản trị công ty của doanh nghiệp niêm yết qua các năm



Nguồn: VLCA (2025), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025.*

Hình 2.9. Tỷ lệ phần trăm đạt điểm theo các cấu phần của doanh nghiệp niêm yết năm 2025



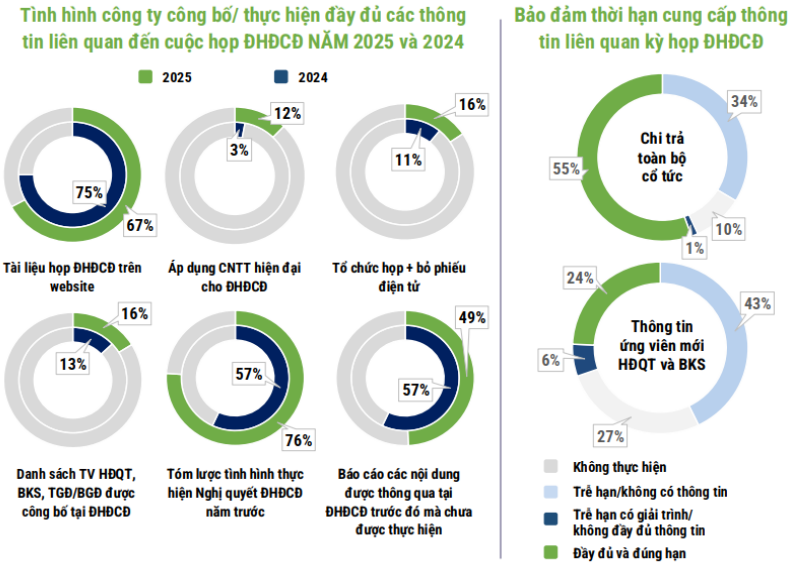
Nguồn: VLCA (2025), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025.*

Hình 2.10. Tỷ lệ độc lập của Hội đồng quản trị



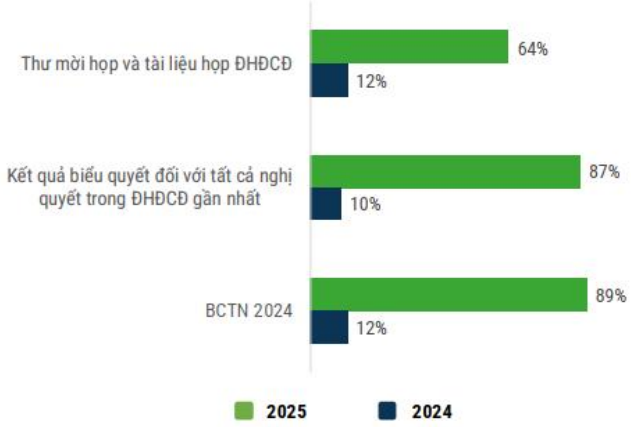
Nguồn: VLCA (2025), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025*.

Hình 2.11. Tình hình công ty công bố các thông tin liên quan đến cuộc họp ĐHĐCĐ và Bảo đảm thời hạn cung cấp thông tin liên quan kỳ họp ĐHĐCĐ



Nguồn: VLCA (2025), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025*.

Hình 2.12. Tỷ trọng doanh nghiệp công bố thông tin bằng tiếng Anh



Nguồn: VLCA (2025), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025*.

Những hạn chế được đề cập đã gây ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng bảo vệ NĐT và chất lượng của thị trường vốn; từ đó tạo ra rào cản đối với tính linh hoạt, phù hợp và tính hiệu quả trong thực thi của pháp luật. Theo Lý thuyết Bảo vệ NĐT, khi quyền cổ đông không được đảm bảo và cơ chế giám sát nội bộ yếu kém, thị trường dễ rơi vào tình trạng bất cân xứng thông tin và thiếu kỷ luật thị trường. Điều này có thể khiến NĐT, đặc biệt là NĐT nước ngoài, e ngại và có thể tác động đến những mục tiêu nâng hạng TTCK Việt Nam trên các bảng xếp hạng quốc tế trong giai đoạn tiếp theo. Xét dưới góc độ Lý thuyết Đại diện, có thể thấy cơ chế QTCT hiện nay vẫn chưa khắc phục triệt để vấn đề rủi ro đạo đức của nhà quản lý và sự chi phối của cổ đông kiểm soát; đặt trong bối cảnh cơ cấu sở hữu tập trung, các quy định về thành viên HĐQT độc lập dễ bị "vô hiệu hóa" khi việc bổ nhiệm và vận hành cơ chế giám sát nội bộ vẫn chịu ảnh hưởng đáng kể từ cổ đông lớn hoặc nhóm lợi ích chi phối công ty. So sánh hiện trạng của Việt Nam với chuẩn mực quốc tế, có thể nhận thấy pháp luật Việt Nam đã nội luật hóa nhiều nguyên tắc cơ bản trong Bộ Nguyên tắc QTCT G20/OECD, nhất là các yêu cầu về minh bạch, công bằng và quyền cổ đông. Tuy nhiên, điểm khác biệt nằm ở cơ chế thực thi. Trong khi Singapore áp dụng nguyên tắc "comply or explain" - tức là doanh nghiệp hoặc tuân thủ, hoặc giải thích rõ lý do không tuân thủ[239] - thì tại Việt Nam, quy định chủ yếu dừng ở mức bắt buộc mang tính hình thức, thiếu cơ chế giải trình công khai. Sự thiếu vắng cơ chế "comply or explain" là một nguyên nhân quan trọng khiến việc tuân thủ QTCT của nhiều doanh nghiệp dễ rơi vào tình trạng đối phó, hình thức bởi doanh nghiệp chưa chịu đủ sức ép từ thị trường, cổ đông và cộng đồng đầu tư trong việc lý giải chất lượng thực hành quản trị của mình. Điều này làm giảm hiệu quả thực chất của pháp luật về QTCT trong DNNY, khi yêu cầu tuân thủ chưa được chuyển hóa đầy đủ thành động lực cải thiện minh bạch, trách nhiệm giải trình và chất lượng QTCT. Tương tự, nếu như ở Mỹ, các quy định của SEC kết hợp chặt chẽ với quy chế niêm yết của NYSE/NASDAQ buộc các công ty phải thành lập các ủy ban chuyên trách như kiểm toán, ủy ban lương thưởng và đề cử thì tại Việt Nam mới chỉ dừng ở các yêu cầu hết sức cơ bản, chưa có thiết lập đầy đủ cơ chế đối với các ủy ban độc lập trong hoạt động QTCT.

Như vậy, về tổng thể, nghĩa vụ tuân thủ quy định về QTCT của các tổ chức niêm yết tại Việt Nam đã có sự tiến bộ đáng kể. Tuy nhiên, khoảng cách giữa "tuân thủ pháp lý" và "thực hành quản trị tốt" vẫn còn là vấn đề đáng lưu tâm. Để thu hẹp khoảng cách này, Việt Nam cần tập trung vào việc nâng cao vai trò thực chất của thành viên HĐQT độc lập, bảo đảm quyền lợi cổ đông thiểu số, đồng thời xem xét áp dụng cơ chế "tuân thủ hoặc giải trình" nhằm gia tăng sức ép thị trường. Thực tế đã cho thấy rằng khi không có cơ chế QTCT hiệu quả, thị trường vốn không chỉ trở nên kém minh bạch mà còn có thể đối diện với khủng hoảng niềm tin, ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng huy động vốn trung và dài hạn.

Thứ tư, các nghĩa vụ khác.

---

[239] Singapore Exchange (2018), "Introduction", In "Code of Corporate Governance", *SGX RuleBook,* https://rulebook.sgx.com/rulebook/introduction-0?utm, truy cập ngày 29/8/2025.

Bên cạnh những nghĩa vụ đã được phân tích ở trên, Điều 50 Quy chế Niêm yết và Giao dịch chứng khoán niêm yết (ban hành kèm theo Quyết định số 22/2025/QĐ-HĐTV) xác định rõ các nghĩa vụ pháp lý quan trọng khác mà tổ chức niêm yết phải tuân thủ, bao gồm:

Một là, thực hiện đầy đủ các quy định pháp luật về chứng khoán và TTCK và các quy chế của SGDCK. Việc thực hiện đầy đủ các quy định pháp luật về chứng khoán, TTCK và các quy chế của SGDCK là nghĩa vụ nền tảng, mang tính hệ thống và chi phối toàn bộ hoạt động của tổ chức niêm yết. Như đã đề cập, hoạt động niêm yết trước hết được tiếp cận như một quyền của tổ chức phát hành khi đã đáp ứng đầy đủ các điều kiện niêm yết mà pháp luật đặt ra. Tuy nhiên, quyền được niêm yết cũng đồng thời gắn liền với trách nhiệm tôn trọng và tuân thủ toàn diện hệ thống quy định pháp luật về chứng khoán và thị TTCK và các quy chế của SGDCK. Quyết định 22/QĐ-HĐTV năm 2025 đã cụ thể hóa quan điểm này, yêu cầu DNNY không chỉ tuân thủ LCK và các văn bản dưới luật mà còn phải thực hiện đầy đủ các quy chế của tổ chức trực tiếp vận hành thị trường CPNY như quy chế niêm yết, quy chế giao dịch, quy chế giám sát, quy chế thành viên và các hướng dẫn kỹ thuật của SGDCK. Điều này không chỉ giúp duy trì sự nhất quán và minh bạch trong vận hành thị trường mà còn tạo ra khuôn khổ chuẩn mực để bảo vệ quyền lợi của các NĐT, đặc biệt là NĐT cá nhân - những chủ thể vốn chịu rủi ro cao hơn trong điều kiện thông tin bất cân xứng. Từ góc độ học thuật, yêu cầu tuân thủ toàn diện này là biểu hiện rõ nét của mô hình thị trường chịu điều tiết (regulated market), trong đó cơ quan quản lý nhà nước và SGDCK không chỉ đóng vai trò tạo lập thị trường mà còn giữ vị trí giám sát và điều phối để đảm bảo thị trường hoạt động công bằng, minh bạch và hiệu quả bởi lẽ theo Lý thuyết Điều tiết, sự tồn tại của khuôn khổ quy phạm là nhằm hiệu chỉnh thất bại thị trường, giảm thiểu chi phí giao dịch và ngăn ngừa hành vi cơ hội từ phía doanh nghiệp phát hành[240].

Thực tiễn cho thấy, những doanh nghiệp không tuân thủ đầy đủ nghĩa vụ pháp lý và quy chế vận hành thường có nguy cơ đối diện với hậu quả tiêu cực do làm mất lòng tin của NĐT, kéo theo sụt giảm mạnh mẽ về giá và thanh khoản của cổ phiếu. Về vĩ mô, trong bối cảnh Việt Nam mới được công nhận nâng hạng TTCK từ hạng "cận biên" lên "mới nổi thứ cấp", các hành vi vi phạm nghĩa vụ của tổ chức niêm yết cũng đặt ra những trở ngại đáng kể, tạo ra rào cản cho tiến trình hội nhập tài chính quốc tế và khả năng thu hút dòng vốn dài hạn từ các quỹ đầu tư toàn cầu. Cổng thông tin của HOSE liên tục cập nhật danh sách các chứng khoán thuộc diện theo dõi đặc biệt (diện bị cảnh báo, diện bị kiểm soát, bị tạm ngưng giao dịch, bị kiểm soát…)[241] kèm theo lý do, thể hiện nỗ lực của tổ chức vận hành thị trường trong việc minh bạch thông tin và bảo vệ tối đa quyền lợi của NĐT. Ở chiều ngược lại, nhiều doanh nghiệp tiêu biểu như CTCP Sữa Việt Nam, CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau, Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam nhận

[240] Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Tlđd*.
[241] Xem thêm tại: https://www.hsx.vn/vi/theo-doi-dac-biet

được đánh giá cao từ cộng đồng không chỉ nhờ khả năng CBTT đầy đủ mà còn bởi sự tuân thủ nghiêm ngặt, tích cực các quy chế vận hành thị trường[242]; thường xuyên cập nhật chính sách CBTT, duy trì hệ thống kiểm soát nội bộ vững mạnh, tuân thủ thời hạn báo cáo tài chính và chủ động phối hợp với SGDCK trong quá trình giám sát thị trường. Đây là minh chứng cho thấy trong môi trường thị trường vốn ngày càng hội nhập sâu rộng, khả năng tuân thủ không nên bị nhìn nhận là gánh nặng chi phí mà chính là một loại tài sản vô hình tạo nên lợi thế cạnh tranh dài hạn cho DNNY.

Hai là, duy trì điều kiện niêm yết chứng khoán: Nghĩa vụ này là một trong những yêu cầu pháp lý cốt lõi nhằm bảo đảm chất lượng của cổ phiếu được lưu hành trên TTCK tập trung. Về bản chất, hệ thống điều kiện niêm yết không chỉ là tiêu chí đầu vào để doanh nghiệp có thể chính thức đưa cổ phiếu "lên sàn" mà còn là hàng rào pháp lý có chức năng thanh lọc, duy trì và nâng cao chuẩn mực của các tổ chức phát hành trong suốt vòng đời niêm yết. Từ góc độ lý thuyết, nghĩa vụ duy trì điều kiện niêm yết là biểu hiện rõ ràng của Lý thuyết Đại diện. Theo đó, trong mối quan hệ giữa NĐT - bên ủy quyền và DNNY - bên được ủy quyền, TTCK tập trung được ví như một thiết chế trung gian bảo vệ lợi ích của bên ủy quyền khỏi hành vi cơ hội của bên được ủy quyền. Khi doanh nghiệp không còn đáp ứng các điều kiện NYCP, cơ quan quản lý phải can thiệp để loại bỏ các rủi ro hệ thống có thể ảnh hưởng tiêu cực đến niềm tin của NĐT và tính ổn định của thị trường.

Thực tiễn tại Việt Nam đã ghi nhận nhiều trường hợp doanh nghiệp không còn đáp ứng các điều kiện niêm yết nhưng vẫn cố duy trì vị thế trên sàn bằng cách trì hoãn CBTT, che giấu báo cáo tài chính hoặc chuyển giao cổ phần lòng vòng giữa các cổ đông nội bộ. Một trường hợp điển hình là CTCP Thương mại Đầu tư Dầu khí Nam Sông Hậu (mã chứng khoán PSH). Cổ phiếu PSH đã bị HOSE đưa vào diện cảnh báo từ tháng 4/2024 do chậm công bố báo cáo tài chính năm, sau đó tiếp tục bị đình chỉ giao dịch vào tháng 3/2025 khi doanh nghiệp không có biện pháp khắc phục kịp thời. Đến ngày 25/6/2025, HOSE chính thức hủy niêm yết bắt buộc đối với cổ phiếu này vì doanh nghiệp vi phạm nghiêm trọng nghĩa vụ CBTT và không đáp ứng điều kiện niêm yết theo quy định hiện hành[243].

Dưới góc độ quản lý thị trường, có thể thấy rằng duy trì điều kiện niêm yết không chỉ là nghĩa vụ pháp lý đơn thuần mà còn là công cụ bảo vệ sự minh bạch và công bằng cho toàn bộ hệ sinh thái đầu tư. Nếu không có cơ chế sàng lọc này, thị trường sẽ bị "pha loãng" bởi các cổ phiếu có chất lượng kém, khiến cho NĐT khó phân biệt giữa doanh nghiệp tốt và doanh nghiệp có rủi ro cao, từ đó làm tăng nguy cơ "lựa chọn bất lợi" - một hệ quả tiêu biểu của tình trạng thông tin bất cân xứng. Ngoài ra, trong bối cảnh thị trường tài chính quốc tế ngày càng đặt nặng các tiêu chí minh bạch và trách nhiệm giải trình, việc không kiểm soát chặt chẽ chất lượng CPNY cũng sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến

---

[242] Vietnam Listed Company Awards (2024), *Kết quả bình chọn 2024*, https://vlca.vn/ket-qua-binh-chon/2024-2/, truy cập ngày 29/8/2025.

[243] Vietstock (2025), *"HOSE chốt ngày hủy niêm yết bắt buộc cổ phiếu PSH"*, https://vietstock.vn/2025/06/hose-chot-ngay-huy-niem-yet-bat-buoc-co-phieu-psh-741-1319747.htm, truy cập ngày 03/9/2025.

khả năng tiếp cận vốn nước ngoài. Theo Ngân hàng Thế giới, sự thiếu vắng cơ chế cưỡng chế duy trì chuẩn niêm yết là một trong những nguyên nhân khiến Việt Nam phải rất nỗ lực để có thể nâng hạng lên thị trường mới nổi, do trước đó không đáp ứng được tiêu chí ổn định pháp lý và minh bạch thông tin theo yêu cầu của các tổ chức như MSCI và FTSE Russell[244]. Như vậy, nghĩa vụ duy trì điều kiện niêm yết không chỉ giúp nâng cao chất lượng vận hành thị trường mà còn đóng vai trò như một bước sàng lọc nhằm củng cố niềm tin của NĐT và duy trì uy tín của TTCK Việt Nam trong nỗ lực hội nhập và phát triển bền vững.

Ba là, hoàn thành nghĩa vụ tài chính với SGDCK: Bên cạnh việc tuân thủ đầy đủ quy định của pháp luật về chứng khoán và TTCK, quy chế của SGDCK và duy trì điều kiện niêm yết, tổ chức niêm yết còn có nghĩa vụ hoàn thành đầy đủ các nghĩa vụ tài chính với SGDCK trong suốt thời gian niêm yết. Đây là một nghĩa vụ mang tính chất tài chính - hành chính, vừa phản ánh mức độ chuyên nghiệp và thiện chí tuân thủ của doanh nghiệp trong mối quan hệ với cơ quan quản lý thị trường. Nghĩa vụ này không chỉ có vai trò bảo đảm cho hoạt động vận hành ổn định của hệ thống niêm yết mà còn thể hiện ý thức tuân thủ, trách nhiệm tài chính của doanh nghiệp với nền tảng hạ tầng thị trường mà họ đang khai thác để tiếp cận vốn công khai.

Từ góc độ học thuật, nghĩa vụ tài chính này phản ánh một khía cạnh quan trọng của Lý thuyết Đại diện - đặt trong tương quan giữa tổ chức niêm yết và toàn bộ cộng đồng thị trường. Khi một DNNY không thực hiện đầy đủ nghĩa vụ tài chính với SGDCK, điều đó không chỉ phản ánh sự thiếu minh bạch tài chính nội tại mà còn tạo ra tín hiệu tiêu cực đối với NĐT - những người ủy quyền nguồn lực tài chính cho doanh nghiệp vận hành. Việc không hoàn thành nghĩa vụ tài chính đúng hạn trở thành chỉ báo tiềm ẩn về rủi ro quản trị dòng tiền, năng lực tuân thủ và mức độ cam kết duy trì chất lượng của doanh nghiệp với thị trường, đặc biệt trong các điều kiện thị trường nhạy cảm. Thêm vào đó, việc đảm bảo nghĩa vụ tài chính còn có tác dụng duy trì sự công bằng và cân bằng trong cơ chế vận hành thị trường. Việc các doanh nghiệp tham gia thị trường chia sẻ chi phí hoạt động với SGDCK góp phần duy trì hệ thống giám sát, nền tảng giao dịch, công nghệ thông tin và các dịch vụ hỗ trợ NĐT. Nếu nghĩa vụ này không được thực hiện đầy đủ, thị trường sẽ đối diện với nguy cơ "đánh cắp lợi ích chung" (free-riding)[245], trong đó một số doanh nghiệp hưởng lợi từ hệ thống nhưng không đóng góp đầy đủ - điều này dẫn đến méo mó cạnh tranh và gia tăng gánh nặng cho các chủ thể tuân thủ

[244] The World Bank (2023), *Tlđd*, p. 65.

[245] Thuật ngữ "đánh cắp lợi ích chung" (free-riding) là một khái niệm kinh điển trong kinh tế học và lý thuyết quản trị công (public choice theory, institutional economics), thường được sử dụng để mô tả hành vi của một chủ thể hưởng lợi từ một nguồn lực, dịch vụ, hoặc hệ thống mà không đóng góp chi phí tương ứng để duy trì nó. Mancur Olson - tác giả cuốn The Logic of Collective Action (1965) là người đầu tiên phát triển lý thuyết free-rider. Kinh tế học tổ chức và Lý thuyết Đại diện cũng sử dụng thuật ngữ này để chỉ hành vi không đóng góp (hoặc không tuân thủ) trong khi vẫn hưởng lợi từ kết quả chung do hệ thống đem lại. Như vậy, trong lĩnh vực tài chính và TTCK, free-riding được hiểu là DNNY không thực hiện đầy đủ nghĩa vụ (như phí niêm yết, CBTT, tuân thủ quy chế...) nhưng vẫn khai thác lợi ích từ thị trường như huy động vốn, tiếp cận NĐT, tăng tính thanh khoản của cổ phiếu…

nghiêm chỉnh.

Thực tiễn TTCK Việt Nam trong những năm gần đây đã ghi nhận nhiều trường hợp doanh nghiệp vi phạm nghĩa vụ tài chính đối với SGDCK dẫn đến hậu quả pháp lý đáng kể. Một số ví dụ điển hình là trường hợp của CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Tân Kỷ (mã chứng khoán TKC), bị SGDCK Hà Nội (HNX) ra quyết định hủy bỏ niêm yết bắt buộc gần 15,7 triệu cổ phiếu vào ngày 22/12/2023 do vi phạm nghiêm trọng nghĩa vụ CBTT và không hoàn thành nghĩa vụ tài chính với HNX[246]. Trường hợp tương tự là CTCP Sản xuất và Thương mại Tùng Khánh (mã chứng khoán TKG), bị HNX thông báo hủy niêm yết bắt buộc đối với hơn 6,3 triệu cổ phiếu từ ngày 27/12/2024 với cùng lý do không CBTT và không hoàn tất nghĩa vụ tài chính với SGDCK theo quy định[247]. Cùng thời điểm, CTCP Tập đoàn Đầu tư KTT (mã chứng khoán KTT) cũng bị đưa vào diện hủy niêm yết bắt buộc kể từ ngày 27/12/2024 do vi phạm đồng thời cả nghĩa vụ tài chính với SGDCK và nghĩa vụ CBTT, thuộc nhóm vi phạm nghiêm trọng theo quy chế niêm yết[248]. Những trường hợp này không chỉ cho thấy mối liên hệ trực tiếp giữa vi phạm tài chính và rủi ro hủy niêm yết mà còn là minh chứng cho những tác động tiêu cực đến thanh khoản cổ phiếu, uy tín doanh nghiệp và lòng tin của NĐT. Việc bị buộc rời khỏi sàn niêm yết khi thị trường vốn còn đang trong quá trình phát triển không chỉ khiến doanh nghiệp mất đi một kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng mà còn gây tổn hại đáng kể đến uy tín trên thị trường và làm suy giảm cơ hội quay trở lại niêm yết trong tương lai gần của doanh nghiệp.

Xét trong bối cảnh hội nhập và việc chính thức được nâng hạng TTCK vào tháng 9/2026, nghĩa vụ tài chính của DNNY càng trở nên quan trọng. Theo các tiêu chí nâng hạng của MSCI và FTSE Russell[249], một trong những điều kiện thiết yếu là sự ổn định, minh bạch và công bằng trong hệ thống vận hành thị trường - trong đó bao gồm các cơ

---

[246] VnEconomy (2023), *"Không hoàn thành nghĩa vụ tài chính với SGDCK, Địa ốc Tân Kỷ bị hủy niêm yết"*, https://vneconomy.vn/khong-hoan-thanh-nghia-vu-tai-chinh-voi-so-giao-dich-chung-khoan-dia-oc-tan-ky-bi-huy-niem-yet.htm, truy cập ngày 04/9/2025.

[247] Vietstock (2024), *"Hủy NYCP TKG do vi phạm nghĩa vụ tài chính và CBTT"*, https://vn.tradingview.com/news/vietstock:79cfb15e0833d:0/, truy cập ngày 04/9/2025.

[248] VietnamDaily (2024), *"Cổ phiếu KTT và TKG đã chính thức bị hủy niêm yết"*, https://vietnamdaily.kienthuc.net.vn/co-phieu-ktt-va-tkg-da-chinh-thuc-bi-huy-niem-yet-post4296303856.html, truy cập ngày 04/9/2025.

[249] MSCI (Morgan Stanley Capital International) và FTSE Russell là hai tổ chức xếp hạng chỉ số TTCK có ảnh hưởng toàn cầu. MSCI đánh giá các thị trường cổ phiếu toàn cầu hàng năm theo ba tiêu chí chính để phân loại thành Developed, Emerging, Frontier hoặc Standalone; trong khi FTSE Russell sử dụng một ma trận đánh giá chất lượng thị trường (Quality of Markets Assessment Matrix) dựa trên nhiều tiêu chí tổng hợp để phân loại thị trường vào các nhóm như Developed, Advanced Emerging, Secondary Emerging, Frontier. Các tiêu chí nâng hạng của MSCI và FTSE Russell bao gồm khả năng tiếp cận của NĐT nước ngoài, mức độ minh bạch và CBTT, ổn định pháp lý, cơ chế giao dịch - thanh toán và mức độ tuân thủ các chuẩn mực quản trị quốc tế của DNNY. Những tiêu chí này được cập nhật định kỳ và có vai trò quan trọng trong việc đánh giá khả năng hội nhập tài chính quốc tế của thị trường vốn các quốc gia.
Xem thêm tại:
MSCI (2023), *MSCI Market Classification - Assessing and categorizing equity markets according to common characteristics*, https://www.msci.com/market-classification.
FTSE Russell (2023), *FTSE Equity Country Classification*, https://www.ftserussell.com/equity-country-classification.

chế thu phí, xử lý vi phạm và bảo đảm công bằng chi phí tiếp cận. Do đó, việc vi phạm nghĩa vụ tài chính dù chỉ ở mức độ nhỏ lẻ cũng có thể gây tác động tiêu cực đến đánh giá tổng thể về mức độ phát triển thể chế của thị trường vốn Việt Nam. Tựu trung, trách nhiệm hoàn thành đầy đủ nghĩa vụ tài chính với SGDCK không chỉ thể hiện ý thức tuân thủ pháp luật của DNNY mà còn là biểu hiện của đạo đức thị trường, đóng vai trò quan trọng trong bảo vệ niềm tin và tính bền vững của hệ thống giao dịch tập trung.

Quay trở lại với vụ án Trịnh Văn Quyết và Công ty CP Xây dựng FLC Faros, có thể thấy rõ hơn bao giờ hết những bất cập nghiêm trọng trong việc bảo đảm tính thực chất của các điều kiện niêm yết và hiệu quả thực thi nghĩa vụ của tổ chức niêm yết. Theo bản án[250], để đáp ứng điều kiện niêm yết tại HOSE, đặc biệt là điều kiện về vốn điều lệ thực góp, Faros đã thực hiện nhiều lần tăng vốn khống, nâng vốn điều lệ từ 1,5 tỷ đồng lên 4.300 tỷ đồng, trong đó hơn 3.102 tỷ đồng được xác định là vốn góp khống. Các giao dịch góp vốn được hợp thức hóa bằng thủ đoạn quay vòng dòng tiền và chứng từ kế toán, khiến doanh nghiệp đáp ứng đầy đủ điều kiện niêm yết về mặt hình thức nhưng không phản ánh đúng năng lực tài chính thực tế. Bên cạnh điều kiện về vốn, Faros còn sử dụng các hợp đồng chuyển nhượng cổ phần giả tạo để hình thành cơ cấu cổ đông đáp ứng yêu cầu tối thiểu về số lượng cổ đông, trong khi các cá nhân đứng tên không thực sự góp vốn hay nắm giữ quyền lợi kinh tế. Điều này cho thấy một hạn chế của pháp luật về điều kiện niêm yết hiện nay là chủ yếu dựa trên các tiêu chí định lượng và hồ sơ do doanh nghiệp cung cấp, nhưng cơ chế kiểm chứng độc lập chưa thực sự hiệu quả. Thêm vào đó, nghĩa vụ của tổ chức niêm yết, đặc biệt là nghĩa vụ CBTT, đã bị vi phạm một cách có hệ thống. Các bản cáo bạch và báo cáo tài chính do Faros công bố chứa đựng số liệu khống về vốn chủ sở hữu và các khoản đầu tư, từ đó tạo ra hình ảnh tài chính sai lệch và gây nhầm lẫn nghiêm trọng cho NĐT. Thực tiễn này cho thấy sự đứt gãy giữa việc đáp ứng điều kiện niêm yết và việc duy trì các chuẩn mực minh bạch sau niêm yết, trong khi pháp luật chưa thiết lập được cơ chế liên thông đủ mạnh giữa vi phạm nghĩa vụ hậu niêm yết và các biện pháp giám sát, cảnh báo hoặc can thiệp sớm đối với tư cách niêm yết.

Từ những phân tích trên, có thể thấy nhóm quy định pháp luật về quyền và nghĩa vụ của DNNY hiện hành vẫn chưa bảo đảm đầy đủ sự cân bằng giữa yêu cầu quản lý, giám sát thị trường với việc ghi nhận và bảo vệ địa vị pháp lý của doanh nghiệp sau khi cổ phiếu được niêm yết. Về mặt cấu trúc, pháp luật hiện hành quy định khá chi tiết các nghĩa vụ của DNNY, tuy nhiên, các quyền và lợi ích pháp lý của DNNY lại chưa được ghi nhận thành một hệ thống rõ ràng, độc lập và có cơ chế bảo đảm tương xứng. Điều này làm cho địa vị pháp lý của DNNY trong quan hệ niêm yết có xu hướng lệch về phía nghĩa vụ, trong khi các quyền cơ bản của doanh nghiệp như quyền đưa cổ phiếu vào giao dịch, quyền duy trì niêm yết, quyền thay đổi đăng ký niêm yết, quyền hủy niêm yết

[250] Tòa án nhân dân cấp cao tại Hà Nội (2025), *Tlđd*, Tr.16, 19, 20, 28, 38, 41.

tự nguyện, quyền niêm yết lại, quyền được đối xử công bằng và minh bạch trong quá trình xử lý hồ sơ chưa được luật hóa đầy đủ dưới dạng quyền chủ thể.

Một bất cập nổi bật là nhiều nghĩa vụ của DNNY hiện nay vẫn mang nặng tính hành chính hóa. Doanh nghiệp phải thực hiện số lượng lớn báo cáo, thông báo, giải trình, công bố định kỳ và bất thường theo các biểu mẫu, thời hạn và trình tự tương đối phức tạp. Cách tiếp cận này giúp cơ quan quản lý và SGDCK có cơ sở theo dõi tình trạng tuân thủ của doanh nghiệp, nhưng nếu không gắn với việc đánh giá thực chất chất lượng thông tin, hiệu quả QTCT và mức độ bảo vệ cổ đông, nghĩa vụ tuân thủ dễ bị chuyển hóa thành hoạt động "đáp ứng thủ tục" hơn là công cụ nâng cao tính minh bạch và kỷ luật thị trường. Khi đó, doanh nghiệp có thể tập trung vào việc nộp đúng, nộp đủ, nộp đúng hạn, nhưng chưa chắc bảo đảm thông tin được công bố có tính giải thích, tính cảnh báo và giá trị hữu ích thực sự đối với NĐT.

Một hạn chế quan trọng khác là pháp luật hiện hành chưa thiết lập cơ chế đủ rõ để bảo đảm rằng doanh nghiệp sau khi chấp nhận mức độ giám sát cao hơn và chi phí tuân thủ lớn hơn sẽ được hưởng các lợi ích pháp lý tương xứng. Lợi ích của việc niêm yết hiện nay phần lớn được kỳ vọng thông qua vận hành thị trường như tăng thanh khoản, nâng cao uy tín, mở rộng khả năng huy động vốn và tiếp cận công chúng đầu tư. Tuy nhiên, những lợi ích này chưa được hỗ trợ đầy đủ bằng các bảo đảm pháp lý cụ thể, chẳng hạn quyền được xử lý hồ sơ công bằng, đúng thời hạn; quyền được giải trình và yêu cầu xem xét lại quyết định bất lợi; quyền được hỗ trợ tuân thủ; quyền tiếp cận dịch vụ hạ tầng thị trường minh bạch; quyền được bảo vệ trước việc áp dụng tùy nghi các biện pháp hạn chế giao dịch, cảnh báo, kiểm soát, đình chỉ hoặc hủy niêm yết. Sự thiếu rõ ràng này làm giảm tính dự đoán của pháp luật và khiến quyền của DNNY chưa thật sự có khả năng thực thi độc lập.

Trong khi đó, chi phí tuân thủ sau niêm yết có thể trở thành gánh nặng đáng kể đối với nhiều DNNY, đặc biệt là doanh nghiệp mới niêm yết, doanh nghiệp có quy mô vừa hoặc doanh nghiệp chưa có bộ máy pháp chế, kiểm toán nội bộ, quan hệ NĐT và QTCT chuyên nghiệp. Để đáp ứng các nghĩa vụ về CBTT, báo cáo tài chính, kiểm toán, QTCT, tổ chức ĐHĐCĐ, quản lý giao dịch của người nội bộ, giải trình biến động kết quả kinh doanh và cập nhật thông tin trên hệ thống CBTT, doanh nghiệp phải đầu tư đáng kể về nhân sự, công nghệ, tư vấn pháp lý, kiểm toán, kiểm soát nội bộ và đào tạo quản trị. Nếu chi phí này vượt quá năng lực hấp thụ của doanh nghiệp, nghĩa vụ pháp lý có thể trở thành rào cản đối với việc duy trì niêm yết hoặc là nguyên nhân khiến doanh nghiệp trì hoãn niêm yết, hủy niêm yết tự nguyện, chuyển sang thị trường có tiêu chuẩn thấp hơn hoặc chỉ tuân thủ ở mức tối thiểu.

Từ góc độ chính sách thị trường, sự mất cân đối giữa nghĩa vụ và quyền lợi của DNNY góp phần lý giải vì sao không ít doanh nghiệp chưa thật sự "mặn mà" với NYCP. Khi niêm yết đồng nghĩa với việc phải chịu áp lực CBTT thường xuyên hơn, bị giám sát chặt chẽ hơn, đối mặt với rủi ro xử phạt cao hơn và chi phí tuân thủ lớn hơn, trong khi lợi ích pháp lý lại chưa được ghi nhận rõ hoặc chưa có cơ chế bảo đảm tương xứng,

nhiều doanh nghiệp có thể nhìn nhận NYCP như một quá trình làm gia tăng nghĩa vụ hơn là một cơ hội pháp lý – tài chính hấp dẫn. Điều này đặc biệt đúng đối với doanh nghiệp gia đình, doanh nghiệp có cơ cấu sở hữu tập trung, doanh nghiệp chưa có nhu cầu huy động vốn lớn từ công chúng hoặc doanh nghiệp có khả năng tiếp cận các kênh vốn thay thế như tín dụng ngân hàng, phát hành riêng lẻ hoặc giao dịch trên UPCoM. Hệ quả là nhóm quy định về quyền và nghĩa vụ của DNNY chưa phát huy đầy đủ vai trò điều chỉnh cân bằng trong quan hệ NYCP. Khi nghĩa vụ được quy định chi tiết nhưng quyền chưa được ghi nhận rõ và chưa có cơ chế bảo đảm tương ứng, doanh nghiệp có thể có xu hướng tuân thủ hình thức, còn NĐT vẫn chưa được bảo vệ hiệu quả nếu thông tin công bố thiếu chất lượng hoặc QTCT không thực chất. Điều này làm suy giảm tính minh bạch và liêm chính của thị trường, đồng thời tạo khoảng trống cho các hành vi che giấu thông tin, thao túng báo cáo tài chính, lạm dụng quyền lực của cổ đông chi phối hoặc vi phạm QTCT tồn tại trong thời gian dài mà không bị phát hiện, ngăn chặn kịp thời. Theo đó, thị trường CPNY khó thu hút được đầy đủ nguồn cung cổ phiếu chất lượng cao, làm hạn chế vai trò của TTCK như kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế.

Thực trạng này cho thấy pháp luật về quyền và nghĩa vụ của DNNY cần được hoàn thiện theo hướng cân bằng hơn giữa yêu cầu quản lý thị trường, bảo vệ NĐT và khuyến khích doanh nghiệp tham gia, duy trì niêm yết. Pháp luật không chỉ cần tiếp tục hoàn thiện nghĩa vụ CBTT, QTCT và cơ chế giám sát sau niêm yết, mà còn phải ghi nhận rõ hơn quyền và lợi ích pháp lý của DNNY, bảo đảm các quyền này có khả năng thực thi trong thực tế. Đồng thời, cần giảm bớt xu hướng hành chính hóa nghĩa vụ tuân thủ, chuyển trọng tâm từ kiểm tra hình thức sang đánh giá thực chất chất lượng thông tin, hiệu quả quản trị và mức độ bảo vệ cổ đông. Chỉ khi quyền và nghĩa vụ của DNNY được thiết kế cân bằng, pháp luật về NYCP mới vừa bảo đảm tính nghiêm minh của TTCK, vừa tránh tạo gánh nặng tuân thủ quá mức, qua đó gia tăng sức hấp dẫn của NYCP đối với doanh nghiệp và nâng cao chất lượng hàng hóa trên TTCK tập trung.

2.5. Thực trạng pháp luật về hủy bỏ niêm yết cổ phiếu và đăng ký niêm yết lại

Hủy niêm yết và đăng ký niêm yết lại là nhóm quy định giữ vai trò quan trọng trong việc điều chỉnh giai đoạn chấm dứt và khôi phục tư cách CPNY trên hệ thống giao dịch chứng khoán tập trung. Theo quy định của LCK năm 2019 và trọng tâm là Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 245/2025/NĐ-CP), nhóm quy phạm này có thể được phân tích theo ba nhóm nội dung cơ bản, bao gồm hủy niêm yết bắt buộc, hủy niêm yết tự nguyện và đăng ký niêm yết lại.

Thứ nhất, hủy niêm yết bắt buộc: Pháp luật quy định các trường hợp loại bỏ bắt buộc cổ phiếu khỏi thị trường giao dịch tập trung, áp dụng cho cả tổ chức trong nước và nước ngoài. Đối với tổ chức phát hành trong nước, cổ phiếu của CTĐC bị hủy bỏ niêm yết khi xảy ra một trong các trường hợp được quy định tại khoản 1 Điều 120 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 47 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-

CP). Đối với tổ chức phát hành nước ngoài niêm yết tại Việt Nam, cổ phiếu bị hủy bỏ niêm yết khi xảy ra một trong các trường hợp quy định tại Điều 120 Nghị định 155/2020/NĐ-CP hoặc trong trường hợp dự án đầu tư của tổ chức nước ngoài tại Việt Nam bị dừng hoạt động sản xuất, kinh doanh chính từ 01 năm trở lên hoặc bị thu hồi Giấy phép đầu tư.

Thứ hai, hủy niêm yết tự nguyện: Tổ chức phát hành trong nước có quyền chủ động xin rút khỏi thị trường CPNY khi đáp ứng điều kiện tại khoản 1 Điều 121 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi điểm a khoản 48 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP). Tuy nhiên, trong trường hợp này, pháp luật đặt ra các rào cản khắt khe nhằm bảo vệ quyền lợi của nhóm cổ đông thiểu số. Cụ thể, quyết định hủy bỏ niêm yết tự nguyện phải được ĐHĐCĐ, Đại hội NĐT biểu quyết thông qua theo quy định pháp luật doanh nghiệp, quy định tại Điều lệ quỹ đầu tư chứng khoán, trong đó phải được trên 50% số phiếu biểu quyết của các cổ đông không phải là cổ đông lớn thông qua. Việc hủy bỏ niêm yết tự nguyện chỉ được thực hiện sau tối thiểu 02 năm kể từ ngày có Quyết định chấp thuận niêm yết trên SGDCK.

Bên cạnh đó, tổ chức phát hành Việt Nam NYCP tại SGDCK nước ngoài có thể hủy bỏ niêm yết, giao dịch trên SGDCK để được đăng ký niêm yết tại SGDCK trong nước khi đáp ứng điều kiện NYCP hoặc hủy bỏ niêm yết, giao dịch một phần hoặc toàn bộ chứng khoán niêm yết, giao dịch trên SGDCK nước ngoài để đăng ký niêm yết bổ sung trên SGDCK trong nước (đối với trường hợp tổ chức phát hành song song NYCP đó trên SGDCK trong nước).

Thứ ba, đăng ký niêm yết lại: Pháp luật mở ra cơ hội cho CTĐC quay trở lại thị trường tập trung nhưng kèm theo các điều kiện thử thách về thời gian và quy trình, thủ tục. Cụ thể, tổ chức có cổ phiếu bị hủy niêm yết theo quy định tại Điều 120, Điều 121 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (bao gồm hủy niêm yết bắt buộc và hủy niêm yết tự nguyện) chỉ được đăng ký niêm yết lại sau khi giao dịch tối thiểu 02 năm trên hệ thống giao dịch Upcom. Điều kiện, hồ sơ và thủ tục đăng ký niêm yết lại thực hiện theo quy định tại Điều 110, Điều 111 Nghị định 155/2020/NĐ-CP.

Thực trạng pháp luật về hủy NYCP tại Việt Nam trong thời gian qua cho thấy cơ chế hủy niêm yết đang được vận hành ngày càng rõ nét như một công cụ sàng lọc và kỷ luật thị trường. Theo số liệu thống kê giai đoạn 2020 - 2025 được tổng hợp từ các báo cáo thường niên của UBCKNN, HOSE, HNX (được trình bày cụ thể tại Phụ lục 4), tổng số CPNY mới trên HNX và HOSE đạt 101 mã, trong khi tổng số cổ phiếu bị hủy niêm yết là 148 mã. Đáng chú ý, số lượng hủy niêm yết thường xuyên ở mức cao và trong nhiều năm vượt xa số lượng niêm yết mới. Số liệu này cho thấy TTCK Việt Nam đang bước vào giai đoạn không chỉ mở rộng quy mô niêm yết mà còn tăng cường thanh lọc các cổ phiếu không còn đáp ứng tiêu chuẩn duy trì niêm yết.

Thực tiễn những năm gần đây cho thấy nguyên nhân hủy niêm yết khá đa dạng, nhưng tập trung vào ba nhóm chính.

Thứ nhất là nhóm nguyên nhân về kết quả kinh doanh và năng lực tài chính. Nhiều doanh nghiệp bị hủy niêm yết do thua lỗ trong ba năm liên tiếp, vốn chủ sở hữu âm hoặc lỗ lũy kế vượt vốn điều lệ. Chẳng hạn, trong năm 2024, CTCP Sông Đà 10 (SDT) bị hủy niêm yết trên HNX từ ngày 24/01/2024 do kết quả sản xuất kinh doanh thua lỗ trong ba năm liên tiếp; năm 2025, CTCP Dịch vụ Bến Thành (HNX: BSC) bị hủy NYCP do hủy tư cách CTĐC…

Thứ hai là nhóm nguyên nhân liên quan đến minh bạch tài chính và kiểm toán. Một số doanh nghiệp bị hủy niêm yết do kiểm toán từ chối đưa ra ý kiến hoặc báo cáo tài chính không bảo đảm độ tin cậy cần thiết. Năm 2024 ghi nhận các trường hợp như QBS, TAR, L61, L62 và L43 bị hủy niêm yết do báo cáo tài chính bị kiểm toán từ chối đưa ra ý kiến. Sang năm 2025, tình trạng này tiếp tục xuất hiện, như trường hợp cổ phiếu PCG của CTCP Đầu tư Phát triển Gas Đô thị có thông báo hủy bỏ niêm yết bắt buộc từ ngày 27/06/2025 trên HNX do vấn đề liên quan đến báo cáo tài chính kiểm toán. Điều này cho thấy chất lượng báo cáo tài chính và khả năng đáp ứng chuẩn mực kiểm toán đang trở thành một trong những tiêu chí then chốt quyết định việc doanh nghiệp có được tiếp tục duy trì tư cách niêm yết hay không.

Thứ ba là nhóm nguyên nhân về tuân thủ nghĩa vụ CBTT và QTCT. Một số doanh nghiệp không chỉ gặp khó khăn tài chính mà còn vi phạm nghiêm trọng nghĩa vụ CBTT, chậm nộp báo cáo tài chính hoặc không khắc phục vi phạm sau nhiều lần bị nhắc nhở, cảnh báo, kiểm soát hoặc đình chỉ giao dịch. Trường hợp ITA của CTCP Đầu tư và Công nghiệp Tân Tạo là ví dụ điển hình khi HOSE quyết định hủy niêm yết gần 938,5 triệu cổ phiếu từ ngày 04/02/2025 do vi phạm nghiêm trọng nghĩa vụ CBTT, thuộc trường hợp hủy niêm yết bắt buộc theo điểm o khoản 1 Điều 120 Nghị định 155/2020/NĐ-CP. Tương tự, nhiều cổ phiếu khác trong năm 2024 cũng bị hủy niêm yết do vi phạm nghiêm trọng nghĩa vụ CBTT như KLF, DZM và MIM trên HNX.

Từ các trường hợp trên có thể thấy, tình trạng hủy NYCP tại Việt Nam không phải là hiện tượng đơn lẻ mà phản ánh kết quả đưa đến từ nhiều nguyên nhân. Về phía doanh nghiệp, nguyên nhân chủ yếu đến từ năng lực tài chính yếu, hiệu quả kinh doanh suy giảm, chất lượng QTCT hạn chế, hệ thống kiểm soát nội bộ chưa hiệu quả và ý thức tuân thủ nghĩa vụ CBTT chưa cao. Về phía thị trường, giai đoạn sau đại dịch Covid-19, biến động lãi suất, chi phí vốn, sức cầu suy giảm và khó khăn trong một số ngành như xây dựng, bất động sản, thép, sản xuất công nghiệp cũng làm bộc lộ rõ hơn những doanh nghiệp có nền tảng tài chính yếu. Về phía cơ chế quản lý, việc áp dụng nghiêm hơn các quy định của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 245/2025/NĐ-CP) và các quy chế của SGDCK đã khiến các trường hợp không còn đáp ứng điều kiện duy trì niêm yết bị xử lý dứt khoát hơn.

Như vậy, sự gia tăng hoặc duy trì ở mức cao của số lượng cổ phiếu bị hủy niêm yết trong những năm gần đây cần được nhìn nhận theo hai chiều cạnh. Một mặt, đây là dấu hiệu cho thấy chất lượng của một bộ phận DNNY còn hạn chế, đặc biệt về năng lực

tài chính, minh bạch thông tin, kiểm toán và QTCT. Mặt khác, việc hủy niêm yết cũng phản ánh xu hướng tăng cường kỷ luật thị trường, bảo vệ NĐT và nâng cao chất lượng hàng hóa trên TTCK tập trung. Do đó, hủy niêm yết không chỉ là biện pháp xử lý hậu quả đối với doanh nghiệp vi phạm hoặc không còn đáp ứng điều kiện niêm yết mà còn là công cụ pháp lý quan trọng để thanh lọc thị trường, củng cố niềm tin của NĐT và thúc đẩy sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, chính tính chất hai mặt này cũng đặt ra thách thức đáng kể cho quản lý nhà nước: cơ quan quản lý cần vừa bảo đảm áp dụng nghiêm minh các căn cứ hủy niêm yết, vừa kiểm soát hệ quả pháp lý sau hủy niêm yết đối với doanh nghiệp, cổ đông và NĐT, đặc biệt là tư cách CTĐC, nghĩa vụ CBTT, giao dịch cổ phiếu sau hủy niêm yết, bảo vệ quyền cổ đông và trách nhiệm khắc phục hậu quả. Vì vậy, cơ chế hủy niêm yết cần được đặt trong mối quan hệ hữu cơ với cơ chế đăng ký niêm yết lại. Nếu hủy niêm yết là biện pháp loại bỏ cổ phiếu không còn đáp ứng tiêu chuẩn khỏi thị trường niêm yết thì đăng ký niêm yết lại là cơ chế tạo cơ hội có điều kiện cho doanh nghiệp quay trở lại thị trường CPNY sau khi đã khắc phục nguyên nhân bị hủy niêm yết, cải thiện tình hình tài chính, nâng cao chất lượng QTCT và tuân thủ tốt hơn nghĩa vụ CBTT. Theo đó, hủy niêm yết không chỉ là biện pháp xử lý hậu quả đối với doanh nghiệp vi phạm hoặc không còn đáp ứng điều kiện niêm yết mà còn là công cụ pháp lý quan trọng để thanh lọc thị trường, củng cố niềm tin của NĐT và thúc đẩy sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam; đồng thời, cơ chế niêm yết lại cần được hoàn thiện để bảo đảm sự cân bằng giữa kỷ luật thị trường và khả năng phục hồi hợp pháp của doanh nghiệp.

2.6. Thực trạng pháp luật về quản lý niêm yết cổ phiếu

2.6.1. Về hoạt động quản lý niêm yết cổ phiếu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Ở mức độ khái quát, có thể nhận thấy các quy định về hoạt động quản lý NYCP của UBCKNN bao gồm:

Thứ nhất, quy định về quyền và nghĩa vụ của UBCKNN trong quản lý NYCP.

UBCKNN là cơ quan thuộc Bộ Tài chính thực hiện chức năng tham mưu, giúp Bộ trưởng Bộ Tài chính quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK, tổ chức thực thi pháp luật về chứng khoán và TTCK theo phân cấp, ủy quyền của Bộ trưởng Bộ Tài chính và có các nhiệm vụ, quyền hạn được quy định tại khoản 1 Điều 9 LCK năm 2019 (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 2 Điều 1 Luật số 56/2024/QH15) và Điều 1 Quyết định 686/QĐ-BTC ngày 28/02/2025 của Bộ trưởng Bộ Tài chính Quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN.

Mặc dù không trực tiếp xét duyệt hồ sơ niêm yết hay tổ chức hoạt động giao dịch, UBCKNN vẫn giữ vai trò trọng yếu trong giám sát toàn diện quy trình NYCP trên TTCK tập trung. Vai trò này được thể hiện ở hai cấp độ: quản lý hành chính và giám sát hoạt động. Cụ thể, UBCKNN có nhiệm vụ, quyền hạn trình Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành hoặc để trình cấp có thẩm quyền ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về chứng

khoán và TTCK[251], trong đó bao gồm hệ thống các quy định về chủ thể NYCP, điều kiện NYCP, trình tự, thủ tục NYCP , nghĩa vụ của tổ chức NYCP, các hành vi vi phạm và chế tài xử lý vi phạm về NYCP. Đồng thời, UBCKNN cũng có nhiệm vụ, quyền hạn trong quản lý, thanh tra, kiểm tra, giám sát hoạt động nghiệp vụ chứng khoán của SGDCK Việt Nam và công ty con; chấp thuận các quy chế nghiệp vụ của SGDCK; yêu cầu SGDCK Việt Nam sửa đổi quy chế nghiệp vụ; đình chỉ, hủy bỏ quyết định liên quan đến hoạt động nghiệp vụ của SGDCK Việt Nam và công ty con; chỉ đạo SGDCK và công ty con thực hiện các nhiệm vụ liên quan đến hoạt động nghiệp vụ trong trường hợp cần thiết để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT[252].

Về mặt lý luận, UBCKNN có thể được xem là thiết chế giám sát cấp vĩ mô, có vai trò điều tiết hành vi thị trường nhằm bảo vệ lợi ích công cộng và đảm bảo tính toàn vẹn của thị trường vốn. UBCKNN là cơ quan giám sát, đảm bảo rằng các chủ thể tham gia thị trường, bao gồm cả SGDCK, các tổ chức niêm yết và các tổ chức trung gian, phải tuân thủ nghiêm ngặt các chuẩn mực pháp lý và đạo đức. Đồng thời, với chức năng định hướng và giám sát, UBCKNN là chủ thể duy trì sự cân bằng quyền lực giữa cơ quan tổ chức thị trường (SGDCK) và doanh nghiệp phát hành nhằm ngăn ngừa các hành vi lạm dụng thị trường hoặc làm sai lệch thông tin gây thiệt hại cho NĐT.

Thứ hai, quy định về hoạt động của UBCKNN trong quản lý NYCP.

Trong thực tiễn, UBCKNN thực hiện vai trò quản lý hoạt động niêm yết thông qua một số nhóm hoạt động trọng yếu sau đây:

- UBCKNN quản lý, giám sát hoạt động nghiệp vụ của SGDCK, bao gồm việc thẩm định, xét duyệt niêm yết và giám sát duy trì điều kiện niêm yết. UBCKNN không trực tiếp thẩm định hồ sơ NYCP nhưng có quyền yêu cầu SGDCK sửa đổi quy chế nghiệp vụ hoặc hủy bỏ các quyết định không phù hợp pháp luật. Đây là cơ chế giám sát cấp hai - giám sát việc tuân thủ pháp luật của các tổ chức, cá nhân tham gia TTCK, giám sát tuân thủ đối với hoạt động nghiệp vụ của SGDCK, giám sát giao dịch bất thường như thao túng, nội gián..., giữ vai trò chính trong việc định hình chuẩn mực thị trường.

- UBCKNN thực hiện thanh tra, kiểm tra và xử lý vi phạm liên quan đến hoạt động NYCP. Khi phát hiện doanh nghiệp vi phạm nghĩa vụ CBTT, làm giả báo cáo tài chính, thao túng thị trường hoặc không duy trì điều kiện niêm yết, UBCKNN có thể áp dụng các biện pháp xử lý hành chính hoặc chuyển hồ sơ sang cơ quan điều tra khi có dấu hiệu hình sự. Các biện pháp này không chỉ có giá trị răn đe mà còn bảo vệ trực tiếp NĐT nhỏ lẻ khỏi những rủi ro do vô cùng phức tạp và tinh vi trên thị trường CPNY.

- UBCKNN giữ vai trò quan trọng trong việc định hướng chính sách phát triển TTCK quốc gia. Trong suốt quá trình Việt Nam tích cực thúc đẩy tiến trình nâng hạng TTCK, đặc biệt là trong một năm trước mắt để được chính thức công nhận là thị trường mới nổi, UBCKNN chính là đầu mối phối hợp trực tiếp với các tổ chức quốc tế như

[251] Điểm a khoản 1 Điều 9 LCK năm 2019.
[252] Khoản 8 Điều 2 Quyết định 686/QĐ-BTC.

MSCI, FTSE Russell… nhằm hoàn thiện các tiêu chí pháp lý, cải thiện hạ tầng giao dịch, tăng cường tính minh bạch và khả năng tiếp cận của NĐT nước ngoài. Điều này cho thấy UBCKNN không chỉ là cơ quan giám sát thực thi pháp luật mà còn là trung tâm hoạch định chiến lược, hiện đại hóa thị trường tài chính quốc gia trong quá trình hội nhập tài chính toàn cầu.

- UBCKNN có trách nhiệm tổng hợp, báo cáo và kiến nghị với Bộ Tài chính, Chính phủ và các cơ quan có thẩm quyền về các giải pháp bảo đảm an ninh tài chính, xử lý khủng hoảng thị trường và bảo vệ quyền lợi của NĐT đại chúng. Vai trò điều phối của UBCKNN đặc biệt quan trọng trong các thời điểm thị trường biến động mạnh, khủng hoảng niềm tin hay xuất hiện hành vi vi phạm nghiêm trọng (tiêu biểu như thời điểm xảy ra các vụ án nghiêm trọng liên quan đến Tập đoàn FLC, Tập đoàn Tân Hoàng Minh…). Những vụ việc này càng làm nổi bật vai trò chính yếu của UBCKNN trong việc duy trì kỷ cương, minh bạch và trật tự cho thị trường vốn, từ đó củng cố niềm tin của NĐT và tăng cường khả năng phục hồi của thị trường tài chính Việt Nam.

Từ thực trạng trên có thể thấy, vai trò của UBCKNN trong quản lý NYCP không chỉ dừng lại ở việc giám sát tuân thủ đối với SGDCK, DNNY và các tổ chức trung gian mà còn đặt ra yêu cầu nâng cao năng lực điều tiết thị trường trong bối cảnh mới. Đặc biệt, việc Quốc hội ban hành Nghị quyết số 222/2025/QH15 về Trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam cho thấy Việt Nam đang từng bước hình thành khuôn khổ pháp lý đặc thù cho các trung tâm tài chính quốc tế, bao gồm các quy định về thành lập, hoạt động, quản lý, giám sát và cơ chế, chính sách đặc thù áp dụng đối với Trung tâm tài chính quốc tế. Sự hình thành các trung tâm này có thể tạo ra tác động trực tiếp đến TTCK nói chung và hoạt động NYCP nói riêng, như gia tăng yêu cầu về chất lượng hàng hóa niêm yết, chuẩn mực minh bạch thông tin, QTCT, khả năng giám sát dòng vốn cũng như năng lực xử lý các hành vi vi phạm trong môi trường giao dịch có mức độ quốc tế hóa cao hơn. Trong bối cảnh đó, hoạt động quản lý NYCP của UBCKNN sẽ phải đối mặt với những yêu cầu cao hơn so với mô hình giám sát truyền thống. Khi thị trường có khả năng xuất hiện nhiều sản phẩm tài chính phức tạp hơn, dòng vốn quốc tế dịch chuyển nhanh hơn và kỳ vọng của NĐT về minh bạch, công bằng và bảo vệ quyền lợi ngày càng cao, UBCKNN cần chuyển mạnh sang mô hình giám sát dựa trên rủi ro, tăng cường giám sát CBTT, hiện đại hóa công nghệ giám sát và nâng cao năng lực phối hợp với SGDCK, cơ quan quản lý tài chính trong nước và quốc tế. Yêu cầu này cũng phù hợp với chuẩn mực của IOSCO, theo đó các nguyên tắc quản lý chứng khoán được xem là chuẩn mực quốc tế để đánh giá hiệu quả của cơ chế quản lý, giám sát và thực thi trên TTCK. Bối cảnh hiện nay không chỉ mở ra cơ hội nâng cao vị thế của TTCK Việt Nam mà còn tạo áp lực cải cách đối với thiết chế quản lý NYCP; trong đó, UBCKNN cần được củng cố về thẩm quyền, nguồn lực, năng lực chuyên môn và công cụ thực thi để bảo đảm thị trường phát triển minh bạch, an toàn và tiệm cận chuẩn mực quốc tế.

2.6.2. Về hoạt động quản lý niêm yết cổ phiếu của Sở giao dịch chứng khoán

Nhìn một cách tổng quát, các quy định về hoạt động quản lý NYCP của SGDCK

bao gồm:

Thứ nhất, quy định về quyền và nghĩa vụ của SGDCK Việt Nam và công ty con trong quản lý NYCP.

Trong mô hình tổ chức TTCK Việt Nam, SGDCK Việt Nam được xác lập là chủ thể tổ chức thị trường, đồng thời thực thi một phần chức năng điều tiết thông qua các quyền và nghĩa vụ pháp lý liên quan đến hoạt động NYCP. Điều 46 LCK năm 2019 quy định cụ thể các quyền và nghĩa vụ của SGDCK trong lĩnh vực này, thể hiện rõ vai trò của SGDCK không chỉ là đơn vị vận hành kỹ thuật mà còn là cơ quan thực thi quy chuẩn đầu vào cho thị trường vốn công khai. Dưới góc độ Lý thuyết Điều tiết, các quyền và nghĩa vụ này thể hiện nguyên lý phân cấp trong quản lý, theo đó cơ quan tổ chức thị trường (SGDCK) được trao quyền tự chủ tương đối nhằm phản ứng linh hoạt với các thay đổi thực tiễn. Tuy nhiên, tính hiệu quả của cơ chế này phụ thuộc lớn vào sự tách bạch thể chế giữa vai trò vận hành và vai trò sở hữu - điều vẫn còn là vấn đề tại Việt Nam khi SGDCK vẫn là doanh nghiệp *"được tổ chức theo mô hình Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ"*[253].

Cụ thể, về quyền hạn, SGDCK Việt Nam có thẩm quyền ban hành quy chế về NYCP (sau khi được UBCKNN chấp thuận), tiếp nhận và xử lý hồ sơ đăng ký niêm yết, chấp thuận hoặc từ chối niêm yết, giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết và có quyền tạm ngừng hoặc đình chỉ giao dịch chứng khoán trong trường hợp cần thiết để đảm bảo sự ổn định và trật tự thị trường. Những quyền này tạo cơ sở pháp lý quan trọng để SGDCK thực hiện vai trò người trực tiếp vận hành thị trường vốn, thiết lập các chuẩn mực đầu vào nhằm bảo đảm rằng chỉ các doanh nghiệp đáp ứng điều kiện tài chính, quản trị và minh bạch mới được tham gia sân chơi công khai.

Về nghĩa vụ, SGDCK có trách nhiệm tổ chức hoạt động giao dịch chứng khoán một cách công khai, công bằng, trật tự và hiệu quả; đồng thời thực hiện giám sát hoạt động CBTT của tổ chức niêm yết, đảm bảo sự minh bạch và tin cậy trong hệ thống thông tin thị trường. SGDCK còn có trách nhiệm báo cáo vi phạm của tổ chức niêm yết lên UBCKNN, đề xuất biện pháp khắc phục nhằm duy trì tính liêm chính và kỷ luật thị trường.

Thứ hai, quy định về hoạt động của SGDCK Việt Nam và công ty con trong quản lý NYCP.

Hoạt động của SGDCK Việt Nam và công ty con trong quản lý NYCP không chỉ đơn thuần dừng lại ở việc tiếp nhận và xử lý hồ sơ đăng ký niêm yết mà còn bao trùm toàn bộ quá trình giám sát, điều phối và minh bạch hóa thông tin liên quan đến DNNY được triển khai thông qua một chuỗi chức năng có tính lặp lại và giám sát liên tục, bao gồm:

- Thẩm định và chấp thuận niêm yết: Hoạt động thẩm định và chấp thuận hồ sơ NYCP là bước khởi đầu và đóng vai trò then chốt trong toàn bộ chu trình quản lý niêm yết của SGDCK Việt Nam. Đây chính là "cánh cổng" để doanh nghiệp chính thức bước

[253] Xem thêm Điều 1 Quyết định số 37/2020/QĐ-TTg ngày 23/12/2020 của Thủ tướng Chính phủ.

vào thị trường vốn công khai, đồng thời là điểm xuất phát để thiết lập các chuẩn mực minh bạch, trách nhiệm giải trình và tuân thủ kỷ luật thị trường. Sau khi tiếp nhận hồ sơ đăng ký niêm yết từ tổ chức phát hành, SGDCK sẽ thực hiện việc kiểm tra tính đầy đủ, hợp lệ và mức độ phù hợp của các tài liệu trong hồ sơ so với các yêu cầu được quy định tại LCK năm 2019, Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 245/2025/NĐ-CP) và Quy chế niêm yết nội bộ do SGDCK ban hành. Trước đây, hai SGDCK là HOSE và HNX đều có thẩm quyền tiếp nhận, thẩm định và ban hành quy chế niêm yết riêng tương ứng với hai hệ thống NYCP khác nhau trên TTCK Việt Nam. Sự phân tán này ít nhiều gây ra khó khăn cho doanh nghiệp trong việc lựa chọn nơi niêm yết, đồng thời làm gia tăng chi phí tuân thủ đối với các quy định thủ tục hành chính và điều kiện pháp lý đầu vào. Chính vì vậy, trên cơ sở Thông tư 69/2023/TT-BTC và Thông tư 139/2025/TT-BTC sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư 57/2021/TT-BTC, nhằm triển khai định hướng tái cấu trúc toàn diện hệ thống SGDCK, từ ngày 01/7/2025, HNX chính thức dừng tiếp nhận hồ sơ NYCP mới và thực hiện chuyển giao toàn bộ chức năng tổ chức, vận hành thị trường giao dịch cổ phiếu cho HOSE. Theo đó, *"Chậm nhất đến hết ngày 31/12/2026, SGDCK thành phố Hồ Chí Minh thống nhất tổ chức thị trường giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và chứng quyền có bảo đảm niêm yết, thị trường giao dịch cổ phiếu của tổ chức ĐKGD theo quy định tại LCK và các văn bản hướng dẫn thi hành"*[254]. Theo định hướng này, HOSE sẽ đảm nhận vai trò tổ chức, vận hành thị trường giao dịch cổ phiếu và các loại chứng khoán khác, trong khi HNX chuyên trách thị trường giao dịch trái phiếu, chứng khoán phái sinh và các loại chứng khoán đặc thù khác[255]. Bước chuyển đổi này không chỉ giúp thống nhất hệ thống quy định và chuẩn hóa điều kiện niêm yết mà còn hướng đến mục tiêu tăng cường tính hiệu quả, minh bạch và tập trung hóa trong quy trình xét duyệt NYCP, phù hợp với thông lệ của các TTCK phát triển trên thế giới.

- Giám sát duy trì điều kiện niêm yết: Nếu hoạt động thẩm định và chấp thuận niêm yết được coi là cánh cổng để doanh nghiệp gia nhập thị trường vốn công khai thì việc giám sát duy trì điều kiện niêm yết chính là cơ chế hậu kiểm nhằm đảm bảo rằng các tiêu chuẩn đầu vào đó tiếp tục được đáp ứng xuyên suốt vòng đời niêm yết của cổ phiếu. Đây là một chức năng hậu kiểm mang tính phòng ngừa, đóng vai trò như "tấm lưới an toàn" giúp thị trường loại bỏ kịp thời những doanh nghiệp vi phạm chuẩn mực minh bạch, mất năng lực tài chính hoặc không còn đáp ứng được điều kiện niêm yết theo quy định. Theo quy định tại LCK năm 2019, Nghị định 155/2020/NĐ-CP và các quy chế nội bộ của SGDCK, sau khi chấp thuận niêm yết, SGDCK có nghĩa vụ giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết đối với tổ chức phát hành, bao gồm: (i) vốn điều lệ thực góp, (ii) cơ cấu cổ đông và tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nhỏ lẻ, (iii) kết quả hoạt động tài chính

[254] Khoản 1 Điều 1 Thông tư 69/2023/TT-BTC.
[255] Mai Phương (2025), "Mọi DNNY cổ phiếu đều nộp hồ sơ tại HOSE", *Thanh niên*, https://thanhnien.vn/moi-doanh-nghiep-niem-yet-co-phieu-deu-nop-ho-so-tai-hose-185250705081624964.htm, truy cập ngày 06/9/2025.

hàng năm, (iv) năng lực quản trị và CBTT, cũng như (v) mức độ tuân thủ các nghĩa vụ báo cáo định kỳ và bất thường. Việc giám sát được tiến hành trên cơ sở đối chiếu báo cáo tài chính kiểm toán, báo cáo QTCT, báo cáo CBTT và các dữ liệu giao dịch thực tế của DNNY. Thực tiễn cho thấy, việc duy trì điều kiện niêm yết là một trong những yêu cầu pháp lý có ý nghĩa chiến lược đối với tính ổn định và minh bạch của thị trường vốn. Tuy nhiên, đây cũng là khâu thường xuyên nảy sinh sai phạm và phát sinh rủi ro cho NĐT. Trong các trường hợp này, SGDCK sẽ tiến hành áp dụng các biện pháp xử lý kỹ thuật như: Đưa cổ phiếu vào diện cảnh báo; Đưa vào diện kiểm soát; Hạn chế giao dịch; Tạm ngừng giao dịch; Đình chỉ giao dịch[256].

- Xử lý hủy bỏ niêm yết: Hoạt động hủy bỏ niêm yết là một trong những công cụ quan trọng giúp SGDCK duy trì chất lượng của thị trường CPNY và bảo vệ tính minh bạch, công bằng cho NĐT. Trên phương diện pháp lý, SGDCK là chủ thể có thẩm quyền ban hành quyết định hủy niêm yết bắt buộc và hủy bỏ niêm yết tự nguyện. Cụ thể, SGDCK xem xét hủy bỏ niêm yết bắt buộc đối với các tổ chức không còn đáp ứng các điều kiện cơ bản để tiếp tục niêm yết hoặc vi phạm nghiêm trọng, kéo dài các nghĩa vụ niêm yết mà không có biện pháp khắc phục[257] và xem xét chấp thuận hủy niêm yết tự nguyện trên cơ sở DNNY chủ động nộp hồ sơ đề nghị hủy bỏ NYCP[258]. Ngoài ra, SGDCK cũng có quyền xem xét các tình huống khác khi doanh nghiệp có dấu hiệu mất khả năng thanh toán, bị cơ quan quản lý xử phạt nghiêm trọng hoặc có quyết định khởi tố hình sự đối với người quản lý chủ chốt mà ảnh hưởng đến tính toàn vẹn thông tin. Về bản chất, đây là một chức năng quan trọng, thể hiện vai trò quản lý, giám sát của SGDCK như một thiết chế bảo vệ sự lành mạnh và kỷ luật của thị trường.

- CBTT: Trong hệ thống quản lý NYCP, hoạt động CBTT của SGDCK không chỉ là một nghĩa vụ pháp lý mà còn là trụ cột bảo đảm tính minh bạch, công bằng và ổn định của TTCK. Với tư cách là đơn vị tổ chức và vận hành thị trường giao dịch chứng khoán, SGDCK đóng vai trò đầu mối trong việc tiếp nhận, xác minh và phổ biến các thông tin quan trọng liên quan đến CPNY và tổ chức niêm yết. Theo quy định tại Điều 46 LCK năm 2019, SGDCK Việt Nam có nghĩa vụ *"Bảo đảm hoạt động giao dịch chứng khoán trên TTCK được tiến hành công khai, công bằng, trật tự, an toàn và hiệu quả"*. Bổ sung và cụ thể hóa nghĩa vụ này, Điều 126 LCK năm 2019 quy định SGDCK và công ty con phải công bố đầy đủ các nhóm thông tin quan trọng, bao gồm: (i) Thông tin về tổ chức và hoạt động của SGDCK và công ty con; (ii) Thông tin về tổ chức có chứng khoán niêm yết, ĐKGD; thông tin về thành viên của SGDCK Việt Nam và công ty con; (iii) Thông tin về giao dịch chứng khoán; và (iv) Thông tin khác theo quy định của Bộ trưởng Bộ Tài chính. Các nhóm thông tin này tiếp tục được quy định chi tiết tại các điều từ Điều 37 đến Điều 39 Thông tư 96/2020/TT-BTC. Trên thực tế, SGDCK CBTT định kỳ và bất thường về: danh sách CTNY, quyết định chấp thuận, cảnh báo, kiểm soát, đình

[256] Xem thêm: HOSE, "Danh sách chứng khoán theo dõi đặc biệt", https://www.hsx.vn/vi/theo-doi-dac-biet.
[257] Xem thêm: Điều 120 Nghị định 155/2020/NĐ-CP và Điều 45 Quyết định 22/2025/QĐ-HĐTV.
[258] Xem thêm: Điều 121 Nghị định 155/2020/NĐ-CP và Điều 46 Quyết định 22/2025/QĐ-HĐTV.

chỉ giao dịch, hủy niêm yết và các biến động liên quan đến cổ phiếu hoặc tổ chức phát hành. Các thông tin này được công bố chính thức trên cổng thông tin điện tử của SGDCK, đảm bảo công khai, dễ truy cập và đúng thời gian quy định. Việc CBTT không chỉ mang tính chất báo cáo mà còn đóng vai trò giải trình và định hướng hành vi thị trường, đặc biệt trong các giai đoạn thị trường có biến động tâm lý lớn. Như vậy, CBTT không đơn thuần chỉ là nhiệm vụ kỹ thuật của SGDCK mà chính là một cách thức điều tiết "mềm" đối với thị trường. Nâng cao chất lượng, tốc độ và độ tin cậy trong hoạt động CBTT của SGDCK không chỉ nhằm bảo vệ NĐT mà còn là điều kiện cần thiết để TTCK Việt Nam tiệm cận các tiêu chuẩn quốc tế, đáp ứng một cách thực chất, đồng bộ các tiêu chí của thị trường mới nổi.

Xét về cấu trúc, mô hình giám sát TTCK Việt Nam hiện nay được thiết kế theo hướng hai cấp giám sát, tương đồng với nhiều TTCK phát triển trên thế giới. Theo đó, UBCKNN thực hiện chức năng giám sát nhà nước đối với toàn bộ thị trường, trong khi SGDCK Việt Nam được giao thực hiện giám sát hoạt động niêm yết và giao dịch ở tuyến đầu. Tuy nhiên, điểm khác biệt cốt lõi giữa Việt Nam và các mô hình tiêu biểu quốc tế không nằm ở số lượng cấp giám sát mà nằm ở bản chất pháp lý và cách thức vận hành của cấp giám sát do SGDCK thực hiện. Tại các TTCK phát triển như Hoa Kỳ, Singapore hay Hàn Quốc, hoạt động giám sát của SGDCK được xây dựng trên nền tảng tự quản thị trường (self-regulation hoặc frontline regulation). Ở Hoa Kỳ, các SGDCK quốc gia như NYSE, NASDAQ cùng với FINRA được thừa nhận là tổ chức tự quản (Self-Regulatory Organizations - SROs), thực hiện chức năng giám sát niêm yết, giao dịch và kỷ luật thành viên dưới sự giám sát của SEC. SEC không trực tiếp xử lý từng hồ sơ niêm yết mà giữ vai trò phê chuẩn quy tắc của SRO và can thiệp khi xuất hiện rủi ro hệ thống hoặc vi phạm nghiêm trọng[259]. Tương tự, tại Singapore, MAS duy trì vai trò cơ quan quản lý theo luật định, trong khi SGX RegCo được xác định rõ là chủ thể giám sát tuyến đầu, chịu trách nhiệm trực tiếp về giám sát niêm yết, CBTT và duy trì trật tự thị trường, với mức độ tự chủ cao về nghiệp vụ[260]. Ở Hàn Quốc, Korea Exchange (KRX) và hiệp hội ngành KOFIA thực hiện chức năng tự quản, trong khi FSC/FSS giám sát ở cấp độ hệ thống[261].

Tại Việt Nam, mặc dù SGDCK Việt Nam được giao nhiều thẩm quyền tương tự về mặt hình thức, song bản chất vẫn mang nặng tính hành chính. Điều này có thể xuất phát từ nguồn gốc thẩm quyền của SGDCK không đến từ quyền tự quản của thị trường mà chủ yếu từ cơ chế ủy quyền hành chính của UBCKNN. Các quy chế niêm yết, quy trình giám sát, thậm chí các biện pháp xử lý kỹ thuật đều phải chịu sự phê duyệt hoặc can thiệp thường xuyên của cơ quan quản lý nhà nước. Điều này làm mờ đi ranh giới

---

[259] Securities and Exchange Commission (2023), *Self-Regulatory Organizations (SROs) and SEC Oversight*, https://www.sec.gov/rules-regulations/self-regulatory-organization-rulemaking, truy cập ngày 10/01/2026.

[260] Monetary Authority of Singapore & Singapore Exchange (2019), *Trade Surveillance Practice Guide*, p.3, https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Monographs-and-Information-Papers/MAS-SGX-Trade-Surveillance-Practice-Guide.pdf, truy cập ngày 10/01/2026.

[261] International Monetary Fund (2014), *Republic of Korea: Financial Sector Assessment Program – Detailed Assessment of IOSCO Objectives and Principles*, p.36, https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14309.pdf, truy cập ngày 10/01/2026.

giữa giám sát thị trường và quản lý nhà nước, dẫn đến hiện tượng chồng lấn thẩm quyền và làm suy giảm vai trò của SGDCK. Bên cạnh đó, mức độ độc lập của SGDCK Việt Nam cũng còn tương đối hạn chế do được tổ chức dưới mô hình doanh nghiệp 100% vốn nhà nước, chịu sự chi phối đáng kể về tổ chức, nhân sự và tài chính. So với các SRO quốc tế vốn được thiết kế như thiết chế tự quản độc lập hoặc bán độc lập, có thể thấy SGDCK Việt Nam khó phát huy đầy đủ chức năng điều tiết dựa trên kỷ luật thị trường.

Từ sự so sánh trên, có thể thấy rằng mô hình điều tiết, quản lý, giám sát TTCK Việt Nam hiện nay vẫn đang trong quá trình định hình, với sự đan xen giữa các yếu tố của mô hình quản lý hành chính truyền thống và các đặc trưng của cơ chế giám sát dựa trên thị trường, song chưa được phân định một cách thật sự rạch ròi. Để nâng cao hơn nữa hiệu quả của mô hình bán tự quản này, Việt Nam cần tiếp tục cải thiện năng lực vận hành độc lập của SGDCK, thiết lập cơ chế giám sát có phản biện và tăng cường ứng dụng công nghệ trong giám sát và phân tích dữ liệu liên quan đến tổ chức niêm yết. Đây cũng là tiền đề quan trọng nhằm nâng cao tính minh bạch, hiệu lực thực thi pháp luật và khả năng hội nhập của TTCK Việt Nam.

2.6.3. Về hoạt động xử lý vi phạm, giải quyết tranh chấp và bồi thường thiệt hại trong hoạt động niêm yết cổ phiếu

Theo quy định tại khoản 1 Điều 132 LCK năm 2019, tổ chức, cá nhân có hành vi vi phạm quy định của Luật này và quy định khác của pháp luật có liên quan đến hoạt động chứng khoán và TTCK thì tùy theo tính chất, mức độ vi phạm mà bị xử phạt hành chính hoặc bị truy cứu trách nhiệm hình sự; nếu gây thiệt hại thì phải bồi thường theo quy định của pháp luật. Cụ thể là:

2.6.3.1. Xử phạt vi phạm hành chính về niêm yết cổ phiếu

Hiện nay, việc xử phạt vi phạm hành chính đối với các cá nhân, tổ chức có hành vi vi phạm pháp luật liên quan đến hoạt động chứng khoán và TTCK được thực hiện theo quy định của LCK năm 2019 và pháp luật về xử lý vi phạm hành chính, đồng thời, được cụ thể hóa trong Nghị định 156/2020/NĐ-CP, Nghị định 128/2021/NĐ-CP và Nghị định 306/2025/NĐ-CP.

Theo quy định tại khoản 3 Điều 132 LCK năm 2019: *"Mức phạt tiền tối đa trong xử phạt vi phạm hành chính đối với hành vi vi phạm quy định tại khoản 2 và khoản 3 Điều 12 của Luật này là 10 lần khoản thu trái pháp luật có được từ hành vi vi phạm. Trường hợp không có khoản thu trái pháp luật hoặc mức phạt tính theo khoản thu trái pháp luật thấp hơn mức phạt tiền tối đa quy định tại khoản 4 Điều này thì áp dụng mức phạt tiền tối đa quy định tại khoản 4 Điều này".* Theo khoản 4 Điều 132 LCK năm 2019: *"Mức phạt tiền tối đa trong xử phạt vi phạm hành chính đối với các hành vi vi phạm khác trong lĩnh vực chứng khoán là 03 tỷ đồng".*

Quy định của Điều 132 LCK năm 2019 còn được cụ thể hóa tại Điều 5 Nghị định 156/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 4 Điều 1 Nghị định 128/2021/NĐ-CP và khoản 3 Điều 1 Nghị định 306/2025/NĐ-CP). Theo đó, hành vi được quy định tại

khoản 2 và khoản 3 Điều 12 LCK năm 2019 lần lượt tương ứng với quy định tại khoản 1 Điều 35 và khoản 1 Điều 36 Nghị định 128/2021/NĐ-CP, có mức phạt tiền tối đa với là 10 lần khoản thu trái pháp luật đối với tổ chức và 05 lần khoản thu trái pháp luật đối với cá nhân[262].Trong trường hợp không có khoản thu trái pháp luật hoặc mức phạt tính theo khoản thu trái pháp luật thấp hơn so với ngưỡng quy định, pháp luật quy định mức phạt tiền tối đa trong xử phạt vi phạm hành chính đối với các hành vi vi phạm khác trong lĩnh vực chứng khoán là 3.000.000.000 đồng đối với tổ chức và 1.500.000.000 đồng đối với cá nhân. Quy định này cho thấy nhà làm luật Việt Nam đã tiếp cận cơ chế xử phạt theo hướng "tước bỏ lợi ích bất chính" kết hợp với mức phạt cố định, vừa bảo đảm tính răn đe, vừa ngăn ngừa khả năng vi phạm được hợp thức hóa như một "chi phí kinh doanh" - tình trạng xảy ra khi mức xử phạt hành chính cố định quá thấp so với lợi ích bất hợp pháp mà hành vi vi phạm mang lại, hành vi vi phạm không còn bị coi là rủi ro pháp lý mà trở thành một chi phí có thể dự đoán và chấp nhận trong hoạt động kinh doanh. Điều này có thể dẫn đến lựa chọn "hợp thức hóa" vi phạm: doanh nghiệp chủ động vi phạm, trục lợi từ hành vi trái luật rồi sẵn sàng nộp phạt như một khoản chi phí bình thường mà không thực sự thay đổi hành vi để tuân thủ pháp luật. Chính vì vậy, pháp luật hiện hành đã đặt ra cơ chế đặc biệt: đối với một số hành vi nghiêm trọng, mức phạt tối đa không dừng lại ở một con số cố định mà được tính gấp nhiều lần lợi nhuận bất hợp pháp thu được. Nói cách khác, quy định "10 lần khoản thu trái pháp luật" đảm bảo rằng chi phí bị xử phạt luôn cao hơn lợi ích mà vi phạm có thể mang lại, từ đó triệt tiêu động cơ kinh tế để coi vi phạm như một phương thức kinh doanh hợp pháp.

Trên thực tế, việc áp dụng mức phạt tối đa này đã từng được ghi nhận ở một số trường hợp điển hình. Chẳng hạn, ngày 20/5/2022, UBCKNN đã ban hành quyết định xử phạt CTCP Hoàng Anh Gia Lai (mã chứng khoán HAG) số tiền 3 tỷ đồng và đình chỉ giao dịch 5 tháng vì vi phạm nghĩa vụ báo cáo dự kiến giao dịch chứng khoán[263] - mức phạt tối đa được áp dụng theo quy định của LCK năm 2019. Đối với cá nhân, ngày 21/3/2025 UBCKNN đã ban hành Quyết định xử phạt vi phạm hành chính đối với hai cá nhân tại TP. Hồ Chí Minh: bà Nguyễn Thị Phương Thảo và ông Phan Thành Tâm; theo đó mỗi cá nhân bị xử phạt 1,5 tỷ đồng theo quy định tại: khoản 3, Điều 5, khoản 1 Điều 36 Nghị định số 156/2020/NĐ-CP được sửa đổi, bổ sung tại khoản 4, khoản 30 Điều 1 Nghị định số 128/2021/NĐ-CP do có hành vi "thao túng TTCK[264]. Đây là những vụ việc cho thấy tính nghiêm khắc của chế tài hành chính, đồng thời gửi đi thông điệp

---

[262] Điều 35 Nghị định 156/2020/NĐ-CP quy định về hành vi Vi phạm sử dụng thông tin nội bộ để mua, bán chứng khoán, Điều 36 Nghị định 156/2020/NĐ-CP quy định về hành vi Vi phạm thao túng TTCK.

[263] Kinh tế Sài Gòn Online (2022), *"UBCKNN đã ban hành quyết định xử phạt CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAGL) số tiền 3 tỷ đồng và đình chỉ giao dịch 5 tháng vì vi phạm nghĩa vụ báo cáo dự kiến giao dịch chứng khoán"*, https://thesaigontimes.vn/hoang-anh-gia-lai-bi-phat-3-ti-dong-dinh-chi-giao-dich-chung-khoan-5-thang/, truy cập ngày 07/9/2025.

[264] Đại biểu nhân dân (2025), "TP. Hồ Chí Minh: Thao túng TTCK, 2 người bị xử phạt 3 tỷ đồng", https://daibieunhandan.vn/tp-ho-chi-minh-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-2-nguoi-bi-xu-phat-3-ty-dong-10362591.html, truy cập ngày 07/9/2025.

mạnh mẽ về yêu cầu tuân thủ nghĩa vụ minh bạch thông tin trên TTCK.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng trong bối cảnh TTCK Việt Nam ngày càng phát triển về quy mô vốn hóa và sự tham gia của nhiều tập đoàn lớn, mức phạt tối đa nói trên có thể dần mất đi sức răn đe đối với những doanh nghiệp có quy mô hàng chục nghìn tỷ đồng. Thực tế, nhiều chuyên gia đã chỉ ra rằng mức phạt hành chính hiện nay vẫn còn thấp so với lợi ích tiềm ẩn mà một số hành vi vi phạm có thể mang lại, đặc biệt là các hành vi thao túng thị trường hoặc che giấu thông tin quan trọng. Do đó, bên cạnh việc áp dụng cơ chế nhân với khoản thu trái pháp luật, pháp luật Việt Nam cần tiếp tục xem xét nâng mức xử phạt, đồng thời bổ sung các biện pháp xử phạt bổ sung phi tiền tệ như đình chỉ hoạt động, tước quyền quản lý hoặc hạn chế quyền biểu quyết đối với lãnh đạo doanh nghiệp vi phạm. Những biện pháp này không chỉ bảo đảm tính nghiêm minh của pháp luật mà còn tiệm cận hơn với thông lệ quốc tế.

Về các hình thức xử phạt vi phạm hành chính và biện pháp khắc phục hậu quả, Điều 4 Nghị định 156/2020/NĐ-CP xử phạt vi phạm hành chính lĩnh vực chứng khoán và TTCK (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 128/2021/NĐ-CP và Nghị định 306/2025/NĐ-CP) quy định như sau: (1) Hình thức xử phạt chính bao gồm: a) Cảnh cáo; b) Phạt tiền; c) Đình chỉ hoạt động giao dịch chứng khoán có thời hạn từ 01 tháng đến 12 tháng; d) Tước quyền sử dụng giấy chứng nhận đăng ký hoạt động văn phòng đại diện, chứng chỉ hành nghề chứng khoán có thời hạn từ 01 tháng đến 24 tháng; (2) Hình thức xử phạt bổ sung được quy định tại khoản 2 Điều 4 Nghị định số 156/2020/NĐ-CP; (3) Biện pháp khắc phục hậu quả được quy định tại khoản 3 Điều 4 Nghị định số 156/2020/NĐ-CP.

Tổng thể, Nghị định số 156/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định số 128/2021/NĐ-CP và Nghị định 306/2025/NĐ-CP) đã thiết lập một hệ thống quy định chi tiết về các hành vi vi phạm hành chính trong lĩnh vực NYCP, qua đó tạo cơ sở pháp lý quan trọng nhằm bảo đảm tính minh bạch, công bằng và trật tự của TTCK. Các quy định này bao gồm:

Một là, hành vi vi phạm quy định về niêm yết chứng khoán, bao gồm trường hợp tổ chức phát hành không đáp ứng đủ điều kiện nhưng vẫn thực hiện niêm yết hoặc cố tình cung cấp thông tin sai lệch, không đầy đủ trong hồ sơ niêm yết[265]. Đây là nhóm hành vi trực tiếp tác động đến tính lành mạnh của thị trường, bởi nếu không được kiểm soát chặt chẽ sẽ tạo ra nguy cơ niêm yết những doanh nghiệp yếu kém, che giấu rủi ro, gây tổn hại đến lợi ích của NĐT.

Hai là, hành vi vi phạm quy định về nghĩa vụ của tổ chức niêm yết - là một trong những trọng tâm điều chỉnh với nhiều hành vi vi phạm được phân loại rõ ràng, bao gồm (1) Vi phạm quy định về đăng ký chứng khoán (Điều 37 Nghị định 156/2020/NĐ-CP); (2) Vi phạm quy định về quản trị CTĐC (Điều 15 và Điều 15a Nghị định 156/2020/NĐ-CP); (3) Vi phạm quy định về CBTT và báo cáo (Điều 42, 43 Nghị định 156/2020/NĐ-

[265] Xem thêm: Điều 18 của Nghị định 156/2020/NĐ-CP.

CP); (4) Vi phạm quy định về kiểm toán CTĐC, tổ chức niêm yết (Điều 44 Nghị định 156/2020/NĐ-CP). Trên thực tế, các vi phạm liên quan đến CBTT và báo cáo là nhóm hành vi phổ biến nhất, bao gồm việc CBTT sai lệch, không đầy đủ, chậm trễ hoặc không thực hiện nghĩa vụ báo cáo theo quy định. Rõ ràng, khi nhìn nhận CBTT là nền tảng để bảo đảm sự minh bạch và giảm thiểu bất cân xứng thông tin, những vi phạm này có thể dẫn đến hậu quả nghiêm trọng như thao túng giá cổ phiếu, gây thiệt hại cho NĐT, đặc biệt là NĐT nhỏ lẻ.

Ba là, các hành vi cản trở hoạt động thanh tra, kiểm tra, hoặc không chấp hành yêu cầu cung cấp thông tin của cơ quan quản lý, được quy định tại Điều 46 Nghị định số 156/2020/NĐ-CP. Những hành vi này không chỉ vi phạm nguyên tắc hợp tác và tuân thủ pháp luật mà còn gây khó khăn cho công tác giám sát, làm giảm hiệu quả quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán.

Bốn là, quy định chế tài đối với các vi phạm trong hoạt động quản lý niêm yết của SGDCK theo Điều 21 của Nghị định 156/2020/NĐ-CP nhằm bảo đảm rằng ngay cả các thiết chế tổ chức thị trường cũng phải tuân thủ chuẩn mực minh bạch và trách nhiệm giải trình. Hành vi vi phạm của SGDCK và công ty con theo quy định này bao gồm: không xử lý những trường hợp tổ chức niêm yết không duy trì đầy đủ điều kiện niêm yết theo quy định (phạt tiền từ 200.000.000 đồng đến 300.000.000 đồng) và chấp thuận, thay đổi hoặc hủy bỏ niêm yết, ĐKGD không đúng quy định (phạt tiền 300.000.000 đồng đến 400.000.000 đồng).

Về thẩm quyền xử phạt vi phạm hành chính và thẩm quyền lập biên bản vi phạm hành chính: LCK năm 2019 và Nghị định số 156/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 128/2021/NĐ-CP và Nghị định 306/2025/NĐ-CP) đã xác lập rõ ràng nhằm bảo đảm cơ chế thực thi nghiêm minh, đồng bộ và hiệu quả đối với các hành vi vi phạm. Theo khoản 6 Điều 132 LCK năm 2019, Chủ tịch UBCKNN, Chánh Thanh tra và Trưởng đoàn thanh tra chuyên ngành chứng khoán được trao thẩm quyền xử phạt vi phạm hành chính. Quy định này thể hiện sự phân cấp thẩm quyền hợp lý, gắn trách nhiệm xử phạt trực tiếp với những người đứng đầu cơ quan quản lý và giám sát, qua đó tạo điều kiện cho việc xử lý nhanh chóng, kịp thời và hạn chế tình trạng né tránh trách nhiệm. Đồng thời, Điều 47, 48 Nghị định 156/2020/NĐ-CP đã cụ thể hóa thẩm quyền này, xác định rõ giới hạn mức phạt và loại hình xử phạt mà từng chức danh có thể áp dụng. Cơ chế phân định này không chỉ góp phần bảo đảm tính minh bạch trong hoạt động quản lý mà còn nâng cao trách nhiệm giải trình của cơ quan thực thi. Việc trao quyền xử phạt cho Chủ tịch UBCKNN thể hiện tính tập trung quyền lực cần thiết trong việc xử lý các vi phạm nghiêm trọng, trong khi đó, thẩm quyền của Chánh Thanh tra và Trưởng đoàn thanh tra chuyên ngành tạo ra cơ chế phân quyền hợp lý, tăng cường năng lực phát hiện và xử lý vi phạm ngay từ giai đoạn thanh tra, kiểm tra.

Có thể thấy rằng, sự kết hợp giữa quy định tại LCK năm 2019 và hướng dẫn chi tiết tại Nghị định 156/2020/NĐ-CP, Nghị định 128/2021/NĐ-CP, Nghị định

306/2025/NĐ-CP đã thiết lập một khuôn khổ pháp lý tương đối chặt chẽ cho việc xác định thẩm quyền xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán. Đây là cơ sở quan trọng để bảo đảm các hành vi vi phạm được xử lý kịp thời, đúng thẩm quyền, góp phần duy trì kỷ luật thị trường, củng cố niềm tin của NĐT và tăng cường hiệu quả quản lý nhà nước đối với TTCK Việt Nam.

2.6.3.2. Truy cứu trách nhiệm hình sự đối với hành vi vi phạm pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Khác với cơ chế xử phạt hành chính mang tính răn đe, phòng ngừa, pháp luật hình sự đóng vai trò là hậu quả pháp lý bất lợi nhất mà Nhà nước sử dụng để xử lý những hành vi xâm hại nghiêm trọng tới tính toàn vẹn, minh bạch và trật tự của TTCK. Về cơ chế nối tuyến giữa xử phạt hành chính và tố tụng hình sự, khoản 1 Điều 7 Nghị định 156/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 128/2021/NĐ-CP và Nghị định 306/2025/NĐ-CP) quy định như sau: *"Trong quá trình xem xét, xử lý hành vi vi phạm quy định tại khoản 6 và khoản 7 Điều 8; khoản 6 Điều 8a; khoản 2 và khoản 3 Điều 9; khoản 3 Điều 11; khoản 3 và khoản 4 Điều 12; khoản 8 Điều 13; khoản 4 và khoản 5 Điều 18; khoản 4 Điều 19; khoản 6 Điều 24; khoản 3 Điều 28; khoản 4 Điều 31; khoản 4 Điều 34; khoản 1 Điều 35; khoản 1 Điều 36; khoản 3 Điều 38; khoản 7 Điều 42; điểm c khoản 7 Điều 45 Nghị định này, nếu xét thấy hành vi vi phạm có dấu hiệu tội phạm thì người có thẩm quyền đang giải quyết vụ việc phải chuyển hồ sơ liên quan đến hành vi có dấu hiệu tội phạm cho cơ quan có thẩm quyền tiến hành tố tụng hình sự theo quy định tại các khoản 1, 2 và 4 Điều 62 Luật Xử lý vi phạm hành chính. Trường hợp hành vi vi phạm có dấu hiệu tội phạm nhưng không bị truy cứu trách nhiệm hình sự thì bị xử phạt vi phạm hành chính theo quy định tại Nghị định này"*. Cơ chế này bảo đảm rằng những vi phạm có dấu hiệu tội phạm không dừng ở phạt hành chính mà được kịp thời chuyển hóa sang trách nhiệm hình sự để điều tra, truy tố và xét xử, qua đó duy trì kỷ luật thị trường ở mức độ cao nhất.

Khung trách nhiệm hình sự áp dụng đối với các hành vi liên quan đến hoạt động NYCP được quy định trong Bộ luật Hình sự 2015 (sửa đổi, bổ sung 2017), trọng tâm ở bốn tội danh: (i) Tội cố ý CBTT sai lệch hoặc che giấu thông tin trong hoạt động chứng khoán (Điều 209); (ii) Tội sử dụng thông tin nội bộ để mua bán chứng khoán (Điều 210); (iii) Tội thao túng TTCK (Điều 211); (iv) Tội làm giả tài liệu trong hồ sơ chào bán, niêm yết chứng khoán (Điều 212). Các quy phạm này được thiết kế theo hướng cấu thành vật chất có ngưỡng hậu quả/lợi bất chính, kèm các biện pháp phạt tiền, phạt tù, cấm đảm nhiệm chức vụ/hành nghề, phản ánh quan điểm lập pháp là tước bỏ lợi ích bất chính, đồng thời đi kèm là tước tư cách chủ thể để ngăn tái phạm có hệ thống.

Thực tiễn những năm gần đây cho thấy cơ chế chuyển hồ sơ hình sự và truy cứu trách nhiệm theo các Điều 209 đến Điều 212 Bộ luật Hình sự năm 2015 đã được vận dụng quyết liệt, điển hình là vụ án Trịnh Văn Quyết và đồng phạm về tội thao túng TTCK: từ khởi tố bị can (29/3/2022) và mở rộng điều tra với nhiều đồng phạm, đến đề nghị truy tố hàng loạt bị can trong năm 2024 và phán quyết sơ thẩm năm 2024 với mức

án tù cùng nghĩa vụ khắc phục hậu quả rất lớn[266]. Vụ án chứng minh rằng với hành vi có dấu hiệu tội phạm, hệ thống không dừng ở chế tài hành chính mà chuyển sang trách nhiệm hình sự, qua đó gửi tín hiệu răn đe mạnh mẽ đối với mọi chủ thể tham gia thị trường. Bên cạnh đó, một vụ án đáng chú ý khác là vụ thao túng thị trường tại Louis Holdings. Theo kết quả điều tra, ông Đỗ Thành Nhân (cựu Chủ tịch HĐQT Louis Holdings) cùng ông Đỗ Đức Nam và các đồng phạm đã sử dụng "hệ sinh thái doanh nghiệp" để thao túng giá cổ phiếu, trong đó cụ thể là mua bán khống các mã chứng khoán như TGG nhằm tạo cung cầu giả, đẩy giá lên cao rồi bán ra để thu lợi bất chính lên tới hàng trăm tỷ đồng[267]. Vụ việc này không chỉ phơi bày thủ đoạn thao túng tinh vi và quy mô có tổ chức mà còn cho thấy cơ chế pháp luật hình sự đã được áp dụng nhằm xử lý hành vi nguy hiểm đến trật tự thị trường và quyền lợi NĐT. Ngoài ra, cũng còn nhiều vụ án thao túng chứng khoán nghiêm trọng khác gây nhiều tổn thất đáng kể cho thị trường và NĐT đã bị phát hiện và xử lý như: vụ án thao túng cổ phiếu KSA với các bị cáo Phạm Thị Hinh, Nguyễn Hồng Ngọc, Nguyễn Tuấn Anh và Nguyễn Trọng Hùng; vụ án thao túng giá chứng khoán liên quan đến mã cổ phiếu CDO của CTCP Tư vấn Thiết kế và Phát triển đô thị; vụ thao túng cổ phiếu của ông Nguyễn Văn Nam - Nguyên Giám đốc CTCP ASA…[268]

Có thể thấy, các quy định về trách nhiệm hình sự đối với những hành vi vi phạm trong hoạt động NYCP không chỉ dừng lại ở việc xử lý hành vi cụ thể mà còn phản ánh quan điểm nhất quán của Nhà nước trong việc coi tính minh bạch và liêm chính của TTCK là điều kiện tiên quyết để bảo vệ NĐT và duy trì niềm tin thị trường. Việc đặt ra cơ chế chuyển tuyến từ xử phạt hành chính sang tố tụng hình sự đã khắc phục triệt để tình trạng doanh nghiệp sẵn sàng chấp nhận bị xử phạt vi phạm hành chính và bảo đảm rằng các hành vi có tính chất tội phạm đều phải được xử lý bằng công cụ pháp luật hình sự. Trên thực tế, những vụ án tiêu biểu như vụ Trịnh Văn Quyết, Louis Holdings hay các vụ thao túng cổ phiếu KSA, CDO, ASA cho thấy pháp luật đã được áp dụng một cách nghiêm minh, qua đó góp phần lập lại kỷ cương, tăng cường tính răn đe và ngăn ngừa tái phạm.

Tuy nhiên, cũng cần thẳng thắn nhìn nhận rằng mặc dù hệ thống pháp luật hiện hành đã quy định khá chi tiết và đầy đủ, song việc thực thi trên thực tế vẫn còn những thách thức nhất định, chẳng hạn như khó khăn trong việc thu thập chứng cứ để xác định yếu tố "thu lợi bất chính" hoặc "thiệt hại nghiêm trọng", hay sự phức tạp của các thủ đoạn thao túng được che giấu dưới nhiều hình thức giao dịch phái sinh, tài khoản liên

---

[266] Bộ Công an (2022), *"Tiếp tục thông tin về kết quả điều tra vụ án "Thao túng TTCK"*, https://bocongan.gov.vn/bai-viet/tiep-tuc-thong-tin-ve-ket-qua-dieu-tra-vu-an-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-d22-t31422, truy cập ngày 07/9/2025.

[267] Đinh Chiến, Thái Dương (2024), "Từ các vụ thao túng TTCK: Kiến nghị hoàn thiện pháp luật điều chỉnh giao dịch chứng khoán trực tuyến*", Tạp chí điện tử Pháp lý*, https://phaply.net.vn/tu-cac-vu-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-kien-nghi-hoan-thien-phap-luat-de-chu-dong-phong-ngua-toi-pham-a257107.html, truy cập ngày 07/9/2025.

[268] Pinetree Securities (2022), *"5 Vụ thao túng TTCK đình đám tại Việt Nam"*, https://pinetree.vn/post/20221102/5-vu-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-dinh-dam-tai-viet-nam/, truy cập ngày 07/9/2025.

kết. Do đó, bên cạnh việc áp dụng nghiêm khắc các quy định hiện có, cần tiếp tục hoàn thiện khuôn khổ pháp lý theo hướng tăng cường công cụ điều tra chuyên sâu, nâng cao năng lực giám sát công nghệ cao của cơ quan quản lý, đồng thời đẩy mạnh hợp tác quốc tế nhằm đối phó với các hành vi vi phạm xuyên biên giới.

Nhìn lại vụ án Trịnh Văn Quyết và Công ty CP Xây dựng FLC Faros, những hạn chế trong cơ chế quản lý NYCP sau khi doanh nghiệp đã được chấp thuận giao dịch trên thị trường tập trung đã bộc lộ một cách rõ nét. Sau khi cổ phiếu ROS được niêm yết tại HOSE, Faros tiếp tục thực hiện thêm nhiều đợt tăng vốn, nâng vốn điều lệ lên hơn 5.675 tỷ đồng, trong khi tỷ lệ vốn góp khống vẫn chiếm hơn một nửa tổng vốn điều lệ. Các đợt tăng vốn này được thực hiện thông qua hình thức phát hành cổ phiếu trả cổ tức, về mặt thủ tục là hợp pháp, nhưng trên thực tế đã làm gia tăng quy mô cổ phiếu hình thành từ vốn không có thật. Trong giai đoạn hậu niêm yết, cổ phiếu ROS được giao dịch với thanh khoản lớn và trở thành đối tượng của các giao dịch bán ra quy mô rất lớn từ nhóm cổ đông chi phối. Theo bản án[269], hơn 391 triệu cổ phiếu ROS đã được bán ra cho hàng chục nghìn NĐT, giúp nhóm bị cáo thu lợi bất chính hơn 700 tỷ đồng từ TTCK. Tuy nhiên, trong suốt thời gian dài này, các cơ chế giám sát giao dịch chỉ phát huy hiệu quả ở mức độ hạn chế, chủ yếu dựa trên nghĩa vụ tự CBTT và giám sát mang tính hậu kiểm. Chỉ đến khi hành vi vi phạm bị phát hiện trong quá trình điều tra hình sự, các biện pháp quản lý niêm yết mạnh như hủy niêm yết bắt buộc mới được áp dụng. Điều này cho thấy quản lý niêm yết hiện nay thiên về xử lý hậu quả hơn là phòng ngừa rủi ro, trong khi các công cụ can thiệp sớm của cơ quan quản lý và SGDCK chưa đủ hiệu lực để ngăn chặn kịp thời các hành vi gian dối có tổ chức, đặc biệt khi xuất phát từ nhóm cổ đông nội bộ.

Từ đó, có thể thấy rằng cơ chế quản lý NYCP hiện nay vẫn chưa theo kịp yêu cầu giám sát liên tục và chủ động đối với DNNY, nhất là trong bối cảnh giao dịch phức tạp và quy mô lớn. Việc các biện pháp quản lý chỉ được áp dụng mạnh mẽ sau khi sai phạm đã gây ra hậu quả nghiêm trọng cho thị trường cho thấy cần thiết phải hoàn thiện pháp luật theo hướng tăng cường giám sát chủ động, can thiệp sớm và gắn trách nhiệm quản lý niêm yết với mục tiêu phòng ngừa rủi ro thay vì chỉ xử lý khi vi phạm đã trở nên rõ ràng và không thể kiểm soát.

2.6.3.3. Giải quyết tranh chấp và bồi thường thiệt hại trong hoạt động niêm yết cổ phiếu

Điều 133 LCK năm 2019 quy định rõ cơ chế giải quyết tranh chấp và bồi thường thiệt hại trong hoạt động chứng khoán và TTCK. Theo đó, trường hợp quyền và lợi ích hợp pháp của tổ chức, cá nhân bị xâm phạm thì có thể được bảo vệ thông qua hai phương thức: (i) Thương lượng, hòa giải; (ii) Yêu cầu Trọng tài hoặc Tòa án Việt Nam giải quyết. Đồng thời, chủ thể xâm phạm quyền, lợi ích hợp pháp của tổ chức, cá nhân trong hoạt động về chứng khoán và TTCK mà gây thiệt hại thì phải bồi thường, thực hiện các trách nhiệm dân sự khác theo thỏa thuận, theo quy định của Bộ luật Dân sự và quy định khác của pháp luật có liên quan. Như vậy, pháp luật chứng khoán Việt Nam hiện nay

[269] Tòa án nhân dân cấp cao tại Hà Nội (2025), *Tlđd*, Tr. 31, 41-43, 111, 119, 140, 142.

không thiết lập một cơ chế giải quyết tranh chấp riêng biệt cho hoạt động NYCP mà thay vào đó, dẫn chiếu và áp dụng cơ chế giải quyết tranh chấp, bồi thường thiệt hại theo quy định chung của Bộ luật Dân sự năm 2015, Bộ luật Tố tụng Dân sự năm 2015 và các văn bản pháp luật có liên quan. Cách tiếp cận này nhằm bảo đảm tính thống nhất của hệ thống pháp luật, tránh tình trạng chồng chéo, trùng lặp trong điều chỉnh. Vụ án Trịnh Văn Quyết là một ví dụ điển hình cho việc vận dụng Điều 133 LCK năm 2019 trong thực tế. Tòa án xác định có 25.853 NĐT mua cổ phiếu ROS trong đợt đầu là bị hại và hơn 63.000 NĐT khác được xác định là "người có quyền lợi, nghĩa vụ liên quan". Sau quá trình xử lý, tòa tuyên buộc bị cáo bồi thường 7.215 đồng cho mỗi cổ phiếu ROS đã mua với hành vi nâng khống vốn điều lệ và làm giả hồ sơ niêm yết. Với những người bị coi là "người có quyền lợi, nghĩa vụ liên quan" (không phải mua cổ phiếu trực tiếp từ đợt đầu), mức bồi thường là 5.466 đồng trên mỗi cổ phiếu ROS[270]. Những phán quyết này thể hiện rõ cơ chế pháp lý của Điều 133 LCK năm 2019 về việc bảo vệ quyền lợi người tham gia thị trường: Tòa án không chỉ xử lý trách nhiệm hình sự mà còn áp dụng trách nhiệm dân sự thông qua cơ chế bồi thường cụ thể.

Tuy nhiên, việc áp dụng cơ chế pháp luật dân sự chung để giải quyết các tranh chấp phát sinh từ hoạt động NYCP lại bộc lộ nhiều vấn đề bất cập trên thực tế. Thứ nhất, hiện nay chưa có các quy định chuyên biệt làm căn cứ trực tiếp để NĐT khởi kiện, yêu cầu áp dụng biện pháp dân sự nhằm bảo vệ quyền lợi khi bị thiệt hại từ những hành vi như CBTT sai lệch, che giấu thông tin, giao dịch nội gián hoặc thao túng giá chứng khoán. Trong nhiều trường hợp, NĐT khó chứng minh được mối quan hệ nhân quả giữa hành vi vi phạm và thiệt hại thực tế, dẫn đến khả năng khởi kiện và được bồi thường bị hạn chế đáng kể. Thứ hai, thiếu các quy định cụ thể về phương pháp tính toán mức bồi thường thiệt hại trong lĩnh vực chứng khoán. Việc xác định thiệt hại do CBTT sai lệch hoặc thao túng giá gây ra thường phức tạp, đòi hỏi công cụ định giá chuyên sâu, trong khi pháp luật hiện hành mới dừng lại ở các nguyên tắc chung của Bộ luật Dân sự về bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng. Đồng thời, những trường hợp này còn cho thấy khó khăn, trở ngại trong xác định đối tượng, mức bồi thường, nhất là khi cổ phiếu đã trải qua nhiều lần giao dịch phức tạp. Điều này làm cho các phán quyết của Tòa án có thể thiếu sự nhất quán, gây khó khăn cho việc bảo vệ quyền lợi hợp pháp của NĐT. Thứ ba, pháp luật Việt Nam hiện chưa có quy định về khởi kiện tập thể (class action) trong lĩnh vực chứng khoán. Trong khi ở nhiều quốc gia có thị trường vốn phát triển như Hoa Kỳ, Nhật Bản hay Hàn Quốc, cơ chế khởi kiện tập thể đã được thừa nhận và vận hành như một công cụ hữu hiệu để bảo vệ quyền lợi cho đông đảo NĐT nhỏ lẻ, đồng thời tạo áp lực buộc doanh nghiệp phải tuân thủ chặt chẽ nghĩa vụ minh bạch thông tin. Việc thiếu vắng cơ chế này khiến NĐT cá nhân ở Việt Nam khó có thể tự mình theo đuổi các vụ kiện

[270] VnExpress (2024), *"Bị hại nhận lại 7.215 đồng một cổ phiếu ROS trong vụ Trịnh Văn Quyết"*, https://vnexpress.net/bi-hai-nhan-lai-7-215-dong-mot-co-phieu-ros-trong-vu-trinh-van-quyet-4778037.html, truy cập ngày 07/9/2025.

tốn kém về thời gian và chi phí, dẫn đến thực tế là phần lớn các vi phạm dân sự trong lĩnh vực chứng khoán không được xử lý triệt để bằng công cụ tư pháp.

Tóm lại, cơ chế giải quyết tranh chấp và bồi thường thiệt hại trong hoạt động NYCP ở Việt Nam hiện nay về cơ bản dựa vào khung pháp luật dân sự chung, bảo đảm sự thống nhất của hệ thống pháp luật nhưng lại chưa đáp ứng đầy đủ đặc thù của lĩnh vực chứng khoán. Thực tiễn đặt ra yêu cầu cần nghiên cứu, hoàn thiện cơ chế chuyên biệt hơn, bao gồm việc xác định rõ căn cứ khởi kiện, phương pháp tính toán thiệt hại cũng như cân nhắc việc thừa nhận cơ chế khởi kiện tập thể, nhằm tăng cường hiệu quả bảo vệ quyền lợi NĐT và nâng cao mức độ công bằng, minh bạch của TTCK Việt Nam trong bối cảnh hội nhập quốc tế.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Chương 2 đã tập trung phân tích thực trạng pháp luật và thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam trên cơ sở khung lý luận đã được xác lập tại Chương 1. Kết quả nghiên cứu cho thấy, NYCP là một khâu then chốt trong tổ chức và vận hành TTCK, có ý nghĩa trực tiếp đối với chất lượng hàng hóa niêm yết, mức độ minh bạch thông tin, kỷ luật thị trường và hiệu quả bảo vệ NĐT. Vì vậy, việc đánh giá thực trạng pháp luật về NYCP không chỉ dừng lại ở việc xem xét các quy định về điều kiện, hồ sơ, thủ tục niêm yết mà còn phải đặt trong tổng thể cơ chế pháp lý điều chỉnh toàn bộ quá trình gia nhập, duy trì, giám sát, hủy bỏ và khôi phục tư cách niêm yết của cổ phiếu trên TTCK tập trung.

Trên cơ sở nghiên cứu, phân tích và đánh giá các quy định pháp luật hiện hành, Chương 2 đã làm rõ rằng pháp luật Việt Nam về NYCP đã từng bước hình thành khuôn khổ pháp lý tương đối đầy đủ cho hoạt động NYCP. Các quy định về chủ thể tham gia NYCP, điều kiện niêm yết, trình tự, thủ tục niêm yết, quyền và nghĩa vụ của DNNY, hủy bỏ niêm yết, đăng ký niêm yết lại và quản lý NYCP đã góp phần tạo lập cơ sở pháp lý cho việc tổ chức thị trường theo hướng công khai, minh bạch và có sự giám sát của Nhà nước. Sự hoàn thiện từng bước của hệ thống pháp luật chứng khoán, đặc biệt từ khi LCK năm 2019 và các văn bản hướng dẫn thi hành có hiệu lực, đã tạo tiền đề quan trọng cho việc nâng cao chuẩn mực niêm yết, tăng cường nghĩa vụ CBTT, củng cố cơ chế quản lý, giám sát và xử lý vi phạm trên thị trường.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Chương 2 cũng cho thấy pháp luật về NYCP ở Việt Nam vẫn còn những hạn chế, bất cập đáng kể. Những hạn chế này không chỉ nằm ở từng quy định cụ thể mà còn biểu hiện ở sự thiếu liên thông giữa các cấu phần của cơ chế điều chỉnh pháp luật. Cụ thể, điều kiện gia nhập thị trường, nghĩa vụ duy trì tư cách niêm yết, cơ chế CBTT, yêu cầu QTCT, giám sát sau niêm yết, chế tài xử lý vi phạm và cơ chế bảo vệ, bồi thường cho NĐT chưa thực sự vận hành như một chỉnh thể thống nhất, có khả năng nhận diện sớm, phòng ngừa và xử lý kịp thời các rủi ro phát sinh trong suốt vòng đời của CPNY. Điều này làm giảm hiệu quả sàng lọc chất lượng DNNY, hạn chế khả năng phòng ngừa vi phạm và chưa tạo được sức răn đe đầy đủ đối với các hành

vi xâm hại tính minh bạch, công bằng và an toàn của thị trường.

Từ phương diện thực tiễn thực hiện pháp luật, Chương 2 đã chỉ ra rằng khoảng cách giữa quy định pháp luật và thực tiễn áp dụng vẫn còn tương đối rõ nét. Một mặt, TTCK Việt Nam đã đạt được những kết quả tích cực về quy mô, số lượng DNNY, mức độ công khai thông tin và cơ chế giám sát thị trường. Mặt khác, thực tiễn vẫn ghi nhận nhiều vấn đề đáng quan ngại như chất lượng một bộ phận CPNY chưa cao, vi phạm nghĩa vụ CBTT còn phổ biến, mức độ tuân thủ QTCT chưa đồng đều, tình trạng hủy niêm yết do thua lỗ kéo dài, báo cáo tài chính không bảo đảm độ tin cậy vẫn tiếp diễn. Những vấn đề này phản ánh rằng pháp luật về NYCP chưa thực sự phát huy đầy đủ vai trò là công cụ kiểm soát chất lượng hàng hóa niêm yết và bảo vệ NĐT trong điều kiện thị trường ngày càng phát triển và phức tạp hơn.

Chương 2 cũng làm rõ nguyên nhân của các hạn chế, bất cập trong pháp luật và thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP. Các nguyên nhân này xuất phát từ nhiều bình diện khác nhau, bao gồm nội dung quy định pháp luật chưa thật sự chặt chẽ và đồng bộ; cơ chế giám sát, phát hiện và xử lý vi phạm chưa đủ hiệu quả; năng lực thực thi của các thiết chế quản lý, giám sát còn chịu áp lực lớn trước quy mô và mức độ phức tạp của thị trường; chất lượng quản trị, kiểm soát nội bộ và ý thức tuân thủ của một bộ phận DNNY còn hạn chế; đồng thời cơ chế bảo vệ NĐT, đặc biệt là NĐT nhỏ lẻ và cổ đông thiểu số, vẫn chưa đáp ứng đầy đủ yêu cầu thực tiễn. Điều này cho thấy hiệu lực và hiệu quả của pháp luật về NYCP không chỉ phụ thuộc vào chất lượng quy phạm pháp luật mà còn phụ thuộc đáng kể vào năng lực tổ chức thực thi, mức độ tuân thủ của các chủ thể thị trường và khả năng phối hợp giữa các thiết chế quản lý, vận hành TTCK.

Như vậy, những kết quả nghiên cứu tại Chương 2 đã cung cấp cơ sở thực tiễn quan trọng để luận án xác định các yêu cầu và định hướng hoàn thiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam. Việc hoàn thiện pháp luật trong lĩnh vực này cần được tiếp cận theo hướng không chỉ sửa đổi từng quy định riêng lẻ mà phải nâng cao chất lượng của toàn bộ cơ chế điều chỉnh pháp luật đối với hoạt động NYCP, bảo đảm sự gắn kết giữa sàng lọc đầu vào, giám sát sau niêm yết, thực thi nghĩa vụ, xử lý vi phạm và bảo vệ NĐT. Đây chính là tiền đề trực tiếp để luận án tiếp tục đề xuất các kiến nghị, giải pháp hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam tại Chương 3.

CHƯƠNG 3.
ĐỊNH HƯỚNG, KIẾN NGHỊ HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VÀ GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ THỰC HIỆN PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU Ở VIỆT NAM

3.1. Định hướng hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam

Trong bối cảnh TTCK ngày càng thể hiện rõ ràng hơn vai trò trụ cột trong hệ thống tài chính quốc gia, đồng thời chịu sức ép mạnh mẽ của quá trình hội nhập và quá trình chuyển đổi số, việc hoàn thiện pháp luật về NYCP thực sự trở thành yêu cầu không thể trì hoãn. Theo đó, pháp luật không chỉ cần bảo đảm tính minh bạch, ổn định và khả thi trong áp dụng mà còn phải đáp ứng yêu cầu tương thích với các thông lệ quốc tế và khả năng thích ứng với những biến động khó lường từ môi trường tài chính toàn cầu. Để làm được điều này, việc xác định các định hướng hoàn thiện pháp luật về NYCP cần được định vị không đơn thuần chỉ là một yêu cầu đối với kỹ thuật lập pháp thông thường mà còn là một nhiệm vụ có ý nghĩa chiến lược và nền tảng, đóng vai trò thiết yếu trong việc nâng cao chất lượng thể chế thị trường vốn, góp phần hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở Việt Nam.

Thứ nhất, hoàn thiện pháp luật về NYCP góp phần thể chế hóa đường lối, chính sách của Đảng và Nhà nước, cụ thể hóa các mục tiêu phát triển kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, trong đó TTCK là một cấu phần quan trọng.

TTCK được xác định là một cấu phần quan trọng của thị trường tài chính, giữ vai trò trung gian phân bổ nguồn lực và tạo động lực cho tiến trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Việc hoàn thiện pháp luật về NYCP - với tư cách là một bộ phận đặc biệt quan trọng trong hệ thống pháp luật về chứng khoán và TTCK - không chỉ là yêu cầu nội tại của quá trình phát triển kinh tế thị trường mà còn là bước đi nhằm thể chế hóa các chủ trương, chính sách lớn của Đảng và Nhà nước trong giai đoạn phát triển mới.

Trong thời gian qua, nhiều nghị quyết quan trọng của Trung ương và Bộ Chính trị đã đặt ra yêu cầu hoàn thiện thể chế nhằm thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân, thu hút đầu tư, hội nhập quốc tế và nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia: Nghị quyết số 50-NQ/TW ngày 20/8/2019 của Bộ Chính trị về định hướng hoàn thiện thể chế, chính sách, nâng cao chất lượng, hiệu quả hợp tác đầu tư nước ngoài đến năm 2030 nhấn mạnh đến việc hoàn thiện thể chế và chính sách về hợp tác đầu tư nước ngoài, trong đó việc nâng cao tính minh bạch, hiệu quả và khả năng tiếp cận thông tin thị trường vốn đóng vai trò then chốt; Nghị quyết số 29-NQ/TW ngày 17/11/2022 Hội nghị lần thứ sáu Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XIII về tiếp tục đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045 cũng xác định yêu cầu phát triển thị trường vốn hiện đại, ổn định, an toàn và hiệu quả. Gần đây nhất, Nghị quyết số 59-NQ/TW ngày 24/01/2025 của Bộ Chính trị về hội nhập quốc tế trong tình hình mới, Nghị quyết số 68-NQ/TW ngày 04/5/2025 của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế tư nhân và Nghị quyết số

79-NQ-TW ngày 06/01/2026 của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế nhà nước tiếp tục tái khẳng định vai trò của TTCK trong việc tạo lập môi trường đầu tư thuận lợi, minh bạch, công bằng và ổn định; đưa ra định hướng nâng hạng, tái cơ cấu TTCK; tiếp tục thực hiện lộ trình cổ phần hoá DNNN… Đặc biệt, Nghị quyết số 66-NQ/TW ngày 30/4/2025 của Bộ Chính trị đã xác định công tác xây dựng và thi hành pháp luật là "đột phá của đột phá" trong hoàn thiện thể chế phát triển đất nước trong kỷ nguyên mới, đồng thời yêu cầu xây dựng pháp luật phải bám sát thực tiễn, tiếp thu có chọn lọc, bảo đảm tính hệ thống, nắm bắt mọi cơ hội, mở đường, khơi thông mọi nguồn lực, đưa thể chế, pháp luật trở thành lợi thế cạnh tranh, nền tảng vững chắc, động lực mạnh mẽ cho phát triển.

Về phía Chính phủ, Chiến lược phát triển TTCK đến năm 2030 (ban hành kèm theo Quyết định số 1726/QĐ-TTg ngày 29/12/2023) đã đưa ra các mục tiêu cụ thể mang tính định lượng, trong đó nổi bật là yêu cầu nâng quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu lên mức 100% GDP vào năm 2025 và 120% GDP vào năm 2030; nâng cao chất lượng QTCT niêm yết trên mức bình quân khu vực Đông Nam Á; áp dụng thông lệ tốt về tiêu chuẩn ESG tại các SGDCK và VSDC hướng tới yếu tố phát triển bền vững theo thông lệ quốc tế; hoàn thành việc phân bảng CPNY tại SGDCK trong năm 2025; phấn đấu đến năm 2025 nâng hạng TTCK Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi theo tiêu chuẩn phân hạng TTCK của các tổ chức quốc tế; đồng thời, tích cực hội nhập thị trường tài chính, chứng khoán thế giới, đáp ứng yêu cầu về an ninh tài chính, nâng cao khả năng cạnh tranh, quản trị rủi ro, đưa vào áp dụng các chuẩn mực và thông lệ quốc tế; hướng tới đạt trình độ phát triển của nhóm 4 nước dẫn đầu khu vực ASEAN vào năm 2025...

Những định hướng nêu trên cho thấy việc phát triển thị trường vốn, trong đó có hoạt động NYCP, không chỉ là nhu cầu nội tại của nền kinh tế mà còn là lựa chọn chính sách mang tính chiến lược của Đảng và Nhà nước. Do đó, hoàn thiện pháp luật về NYCP cần được đặt trong tổng thể yêu cầu cải cách thể chế nhằm nâng cao năng lực hấp thụ vốn, tăng cường tính minh bạch và thúc đẩy hội nhập kinh tế quốc tế một cách bền vững. Cùng với đó, hoàn thiện pháp luật về NYCP trong bối cảnh hiện nay không chỉ mang tính phản ứng chính sách mà còn cần được nhìn nhận như một nhiệm vụ mang tính kiến tạo nhằm cụ thể hóa các trụ cột phát triển thị trường vốn hiện đại, bền vững, hướng tới chuẩn mực ESG, thúc đẩy QTCT theo thông lệ tốt và tạo nền tảng pháp lý cho hội nhập tài chính quốc tế. Đây cũng là điều kiện tiên quyết để khơi thông dòng vốn trung, dài hạn trong nước, thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài và tạo dựng lòng tin vào tính minh bạch, kỷ luật và hiệu quả của thị trường.

Thứ hai, hoàn thiện pháp luật về NYCP là nội dung trọng tâm nhằm thực hiện Đề án Nâng hạng TTCK Việt Nam[271], từ đó thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài và cải thiện mức độ tín nhiệm của thị trường.

Trong bối cảnh cạnh tranh toàn cầu ngày càng khốc liệt về thu hút dòng vốn quốc tế, việc nâng hạng TTCK từ cận biên lên thị trường mới nổi không đơn thuần chỉ là một

[271] Quyết định số 2014/QĐ-TTg ngày 12/9/2025 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án nâng hạng TTCK Việt Nam.

danh xưng mà còn có nhiều ý nghĩa quan trọng đối với thị trường vốn của một quốc gia, là thước đo tín nhiệm quốc gia trên bản đồ tài chính thế giới và là mục tiêu chiến lược nhằm *"phát triển TTCK thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho sự phát triển kinh tế, hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường có sự quản lý của Nhà nước, tăng cường hội nhập kinh tế khu vực và quốc tế"*[272], từ đó, đóng vai trò như một giải pháp chiến lược để thu hút dòng vốn dài hạn, nâng cao tiêu chuẩn của TTCK, thị trường vốn và thúc đẩy cải cách thể chế. Để hiện thực hóa mục tiêu đó, hoàn thiện pháp luật về NYCP đóng vai trò như một mắt xích thiết yếu và không thể thay thế.

Theo Quyết định 2014/QĐ-TTg, mục tiêu ngắn hạn đến năm 2025 là đáp ứng đầy đủ các tiêu chí nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi thứ cấp theo xếp hạng của FTSE Russell, đồng thời duy trì vững chắc vị thế này. Về dài hạn, Việt Nam hướng đến việc thỏa mãn bộ tiêu chí khắt khe hơn của MSCI để được công nhận là thị trường mới nổi, tiến tới đạt chuẩn thị trường mới nổi bậc cao của FTSE Russell vào năm 2030. Trong quá trình đánh giá phân hạng thị trường, các tổ chức quốc tế như FTSE Russell hay MSCI đặc biệt quan tâm đến cấu trúc pháp lý điều chỉnh hoạt động NYCP, bao gồm: tính minh bạch và khả năng tiếp cận thông tin; cơ chế bảo vệ NĐT thiểu số; điều kiện và thủ tục niêm yết; độ tin cậy trong thực thi quyền và nghĩa vụ của CTNY; cũng như mức độ ổn định và dự báo được của khuôn khổ pháp luật. Do đó, những cải cách trong pháp luật về NYCP không chỉ nhằm nâng cao chất lượng vận hành thị trường mà còn là những yếu tố có tác động trực tiếp đến quyết định nâng hạng từ phía các tổ chức xếp hạng quốc tế. Mặt khác, hoàn thiện pháp luật về NYCP theo hướng phù hợp với thông lệ quốc tế còn giúp tạo dựng lòng tin cho dòng vốn nước ngoài vốn rất nhạy cảm với rủi ro thể chế và chi phí tuân thủ. Một khuôn khổ pháp lý minh bạch, có thể dự đoán và bảo vệ quyền lợi NĐT hiệu quả sẽ giúp Việt Nam cạnh tranh tốt hơn trong việc thu hút vốn đầu tư gián tiếp, giảm thiểu rủi ro thoái vốn quy mô lớn và thúc đẩy quá trình chuyển hóa TTCK từ nơi mua bán tài sản thành kênh huy động vốn trung, dài hạn cho nền kinh tế thực.

Thứ ba, pháp luật về NYCP cần được hoàn thiện theo hướng tăng cường bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT trên cơ sở tôn trọng quyền sở hữu, quyền tự do kinh doanh và các quyền hiến định khác.

Một trong những mục tiêu cốt lõi của pháp luật về NYCP là bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT, đặc biệt là cổ đông nhỏ. Do đó, việc hoàn thiện pháp luật về NYCP cần được tiếp cận như một công cụ bảo đảm quyền sở hữu, quyền tự do kinh doanh và các quyền hiến định khác mà NĐT - dù lớn hay nhỏ, dù chuyên nghiệp hay không chuyên - đều được pháp luật ghi nhận và bảo vệ.

Pháp luật hiện hành tuy đã có những quy định cụ thể và tương đối đầy đủ về CBTT, báo cáo giao dịch nội bộ, tỷ lệ biểu quyết… song vẫn thiếu các cơ chế hậu kiểm mạnh

[272] Xem thêm: Quyết định 2014/QĐ-TTg.

mẽ, chế tài đủ sức răn đe và các thiết chế hỗ trợ cổ đông nhỏ thực thi quyền của mình trên thực tế. Vì vậy, định hướng hoàn thiện pháp luật niêm yết cần bao gồm: mở rộng nghĩa vụ CBTT theo hướng định lượng hóa và chuẩn hóa nội dung; xây dựng cơ chế cảnh báo sớm các hành vi có dấu hiệu thao túng lợi ích; tăng cường vai trò giám sát của cổ đông thiểu số thông qua cơ chế bỏ phiếu điện tử, quyền truy cập thông tin tài chính; cải tiến hệ thống tài phán chuyên biệt để xử lý tranh chấp phát sinh giữa cổ đông và CTNY. Đồng thời, cần đặt trọng tâm vào việc nâng cao hiệu quả thực thi thông qua tăng cường năng lực của cơ quan quản lý, áp dụng công nghệ trong giám sát và hoàn thiện cơ chế xử lý vi phạm nhằm đảm bảo tính răn đe đối với hành vi vi phạm nghĩa vụ của các chủ thể trong hoạt động NYCP. Những cải cách này không chỉ là biểu hiện của một hệ thống pháp luật hướng tới công bằng và cân bằng lợi ích giữa các chủ thể mà còn là điều kiện tiên quyết để tạo dựng lòng tin thị trường, nuôi dưỡng sự tham gia tích cực, bình đẳng của các chủ thể trong đời sống tài chính - doanh nghiệp hiện đại.

Thứ tư, hoàn thiện pháp luật phải hướng đến việc xây dựng môi trường pháp lý minh bạch, hiệu lực và hiệu quả, bảo đảm kỷ luật thị trường, tạo điều kiện cho các DNNY phát triển lành mạnh, bền vững.

TTCK vốn là nơi hội tụ và giao thoa của nhiều dòng vốn, nhiều loại hình chủ thể và nhiều tầng quan hệ lợi ích. Chính vì thế, môi trường pháp lý đóng vai trò như một "hạ tầng mềm" vừa dẫn dắt hành vi thị trường, vừa duy trì trật tự và kỷ luật trong hoạt động tài chính - doanh nghiệp. Do vậy, hoàn thiện pháp luật về NYCP cần đặt trọng tâm vào việc xây dựng một môi trường pháp lý minh bạch, dễ tiên liệu, có tính cưỡng chế cao và được thực thi một cách nhất quán, công bằng.

Về định hướng hoàn thiện, cần thúc đẩy việc luật hóa các chuẩn mực QTCT niêm yết ở cấp độ văn bản quy phạm pháp luật thay vì chỉ dừng ở khuyến nghị mềm như hiện nay. Đồng thời, phải thiết lập cơ chế CBTT có tính định lượng cao và tính định tính thực chất, có thể so sánh và kiểm chứng; nâng cao vai trò giám sát công nghệ và cải cách hệ thống chế tài để xử lý nghiêm minh các hành vi vi phạm. Quan trọng hơn cả, cần chuyển hóa môi trường pháp lý từ mô hình kiểm soát đầu vào sang mô hình hậu kiểm thông minh, kết hợp giữa nguyên tắc dự phòng rủi ro và năng lực giám sát hiện đại.

Thứ năm, việc hoàn thiện pháp luật cần tạo nền tảng pháp lý phù hợp với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế, hài hòa với các nguyên tắc của IOSCO, OECD, từ đó tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình hội nhập kinh tế trong bối cảnh toàn cầu hóa và chuyển đổi số.

Trong xu thế toàn cầu hóa ngày càng sâu rộng và sự trỗi dậy mạnh mẽ của nền kinh tế số, việc hoàn thiện pháp luật về NYCP không thể tách rời khỏi yêu cầu hội nhập quốc tế. Càng tiến gần đến chuẩn mực toàn cầu, hệ thống pháp luật trong nước càng có khả năng tạo lập một "sân chơi chung" cho các chủ thể trong và ngoài nước, thúc đẩy luồng vốn xuyên biên giới, gia tăng độ mở thị trường và củng cố lòng tin của NĐT quốc tế. Do đó, hoàn thiện pháp luật về NYCP cần được định hướng như một quá trình chuẩn

hóa mang tính quốc tế, trong đó pháp luật Việt Nam cần được xây dựng hài hòa với các nguyên tắc điều chỉnh TTCK phổ biến do các tổ chức quốc tế có uy tín như IOSCO và OECD khuyến nghị… Việc nội luật hóa các nguyên tắc, thông lệ tốt này không chỉ mang lại sự đồng bộ về thể chế mà còn tạo điều kiện thuận lợi để TTCK Việt Nam hội nhập sâu vào mạng lưới thị trường vốn toàn cầu.

Việc hoàn thiện pháp luật về NYCP trong thời kỳ "kỷ nguyên vươn mình" cần được định vị là một phần trong chiến lược hội nhập thể chế toàn diện, trong đó pháp luật không chỉ phản ứng với thực tiễn trong nước mà còn chủ động đón đầu xu hướng toàn cầu. Điều này đòi hỏi sự kết hợp linh hoạt giữa cải cách nội sinh và tiếp nhận có chọn lọc từ kinh nghiệm quốc tế, đảm bảo vừa phù hợp với điều kiện đặc thù của Việt Nam, vừa tương thích và bắt nhịp được với các thị trường phát triển.

Thứ sáu, pháp luật về NYCP cần được hoàn thiện theo hướng nâng cao khả năng thực thi, minh bạch hóa cơ chế hậu kiểm và tăng cường trách nhiệm giải trình của các bên có liên quan, nhất là trong các giao dịch có xung đột lợi ích tiềm ẩn.

Một hệ thống pháp luật, dù được thiết kế chặt chẽ và mang tính dự phòng cao vẫn có thể trở nên kém hiệu lực nếu thiếu cơ chế thực thi mạnh mẽ và khả năng phản ứng linh hoạt với các biến động thực tiễn. Các sự cố thao túng giá, CBTT sai lệch, lạm dụng giao dịch nội gián hoặc vi phạm nghĩa vụ minh bạch diễn ra trên thị trường trong thời gian qua đã cho thấy rằng, việc giám sát theo hướng tiền kiểm là cần thiết nhưng chưa đủ. Điều cốt lõi là phải thiết lập được một cơ chế hậu kiểm minh bạch, thực chất và có khả năng tạo hiệu ứng răn đe rõ rệt; nâng cao trách nhiệm giải trình của các chủ thể tham gia vào hoạt động NYCP để thu hẹp khoảng cách giữa mức độ hoàn thiện của pháp luật với hiệu quả thực thi trên thực tế. Chỉ khi pháp luật niêm yết được hoàn thiện theo hướng nâng cao hiệu lực thực thi, tăng cường kiểm soát hậu kiểm và khẳng định rõ cơ chế giải trình thì mới có thể đảm bảo sự minh bạch, công bằng và bền vững trong TTCK.

3.2. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam

3.2.1. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về chủ thể tham gia niêm yết cổ phiếu

Thứ nhất, cần bổ sung các quy định về cơ chế khuyến khích tổ chức phát hành NYCP theo hướng xác lập rõ lợi ích thực chất cho doanh nghiệp và hài hòa lợi ích giữa các bên trong quan hệ NYCP.

Như đã phân tích, xét từ góc độ pháp lý, NYCP cần được nhìn nhận là một quan hệ pháp luật phức hợp, đan xen về quyền và nghĩa vụ của nhiều chủ thể. Trong đó, doanh nghiệp phát hành đóng vai trò trung tâm - vừa là chủ thể khởi xướng, vừa là đối tượng chịu ràng buộc pháp lý mạnh mẽ nhất. Vì vậy, quy định pháp luật về NYCP không thể chỉ thiên về bảo vệ NĐT hay phục vụ quản lý nhà nước mà cần phải được thiết kế để bảo đảm doanh nghiệp nhìn thấy được lợi ích thực chất, tương xứng với chi phí tuân thủ, từ đó tạo động lực tự nguyện và nâng cao chất lượng niêm yết.

Trong thực tiễn Việt Nam, chi phí niêm yết và tuân thủ được đánh giá ở mức khá cao và đa dạng, cùng với tâm lý e ngại rủi ro pháp lý phát sinh khiến cho nhiều doanh

nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ hoặc DNNN, mất đi động lực niêm yết hoặc lựa chọn trì hoãn quá trình niêm yết sau cổ phần hóa, ngay cả khi đã đáp ứng đủ điều kiện pháp lý. Trong khi đó, lợi ích trực tiếp từ việc niêm yết, cả về mặt tài chính, truyền thông hay tiếp cận chính sách, lại chưa được cụ thể hóa trong bất kỳ văn bản pháp lý nào và chủ yếu mang tính gián tiếp (tăng uy tín, cải thiện hình ảnh…) khiến doanh nghiệp không nhìn thấy rõ sự tương xứng.

Vì vậy, pháp luật về NYCP cần có các chính sách khuyến khích theo hướng vừa khẳng định lợi ích hợp pháp của doanh nghiệp khi thực hiện niêm yết, vừa thiết kế các ưu đãi có điều kiện một cách cụ thể và có căn cứ. "Ưu đãi có điều kiện" ở đây không mang tính mặc nhiên mà là các chính sách khuyến khích chỉ được áp dụng khi doanh nghiệp đáp ứng tiêu chí tuân thủ cao hơn về CBTT, QTCT cũng như các quy định về nghĩa vụ khác của DNNY. Chẳng hạn, LCK có thể cân nhắc bổ sung các quy định theo hướng: Miễn hoặc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp trong một khoảng thời gian nhất định sau niêm yết cho các doanh nghiệp duy trì chuẩn CBTT ESG; miễn phí niêm yết, lưu ký trong năm đầu tiên cho doanh nghiệp lần đầu niêm yết chính thức; tăng cơ hội tiếp cận tín dụng ưu đãi cho DNNY thông qua các chương trình bảo lãnh tín dụng quốc gia hoặc các ngân hàng chính sách đối với DNNY đáp ứng chuẩn QTCT; có cơ chế hỗ trợ kỹ thuật, truyền thông và chuyển đổi số từ các chương trình quốc gia tương tự như Chương trình hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa, Chương trình hỗ trợ đổi mới sáng tạo…

Kinh nghiệm từ những thị trường vốn phát triển cho thấy: cơ chế khuyến khích có điều kiện - tức là ưu đãi dành riêng cho doanh nghiệp đáp ứng tiêu chuẩn QTCT, CBTT - là một công cụ pháp lý hiệu quả để vừa thu hút doanh nghiệp "lên sàn", vừa nâng cao chất lượng niêm yết. Ở Singapore, thông qua các chương trình như Enterprise Development Grant (EDG), Chính phủ đã thiết kế hệ thống hỗ trợ tài chính cho doanh nghiệp nhỏ và vừa trong quá trình nâng cao năng lực vận hành và quốc tế hóa. Mặc dù chương trình EDG không trực tiếp tài trợ cho hoạt động niêm yết nhưng đó minh chứng cho cách nhà nước sử dụng ưu đãi có điều kiện để hỗ trợ doanh nghiệp nâng cao năng lực QTCT, CBTT và đổi mới - các yếu tố thiết yếu để doanh nghiệp đủ chuẩn niêm yết. EDG hỗ trợ các dự án doanh nghiệp theo ba trụ cột (Core Capabilities, Innovation & Productivity, Market Access), chi trả các chi phí tư vấn bên thứ ba, phần mềm, thiết bị và chi phí nhân lực nội bộ. Với các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) Singapore, EDG chi trả lên tới 50 % chi phí đủ điều kiện; trong trường hợp dự án mang tính bền vững (sustainability), mức hỗ trợ có thể tăng lên 70 % trong giai đoạn 01/4/2023 đến 31/3/2026[273]. Cơ chế này giúp doanh nghiệp giảm bớt gánh nặng chi phí tuân thủ, từ đó khuyến khích họ đầu tư vào chất lượng và minh bạch trước khi hoặc khi lên sàn. Ở Trung Quốc, sàn STAR Market đã tích hợp khái niệm "Green Channel" vào cơ chế niêm yết để hỗ trợ các doanh nghiệp công nghệ cao và đổi mới sáng tạo. Theo Ủy ban Chứng khoán Trung Quốc (CSRC), "Green Channel" được thiết lập để tạo điều kiện thuận lợi

[273] Enterprise Singapore (2023), Enterprise Development Grant (EDG), Government of Singapore, https://www.enterprisesg.gov.sg/financial-support/enterprise-development-grant, truy cập ngày 28/9/2025.

cho các doanh nghiệp công nghệ cao trong việc huy động vốn và hợp nhất - sáp nhập (M&A) khi họ có đột phá về công nghệ và đáp ứng tiêu chuẩn cao về CBTT. Tài liệu phân tích ghi nhận: từ khoảng năm 2016, Trung Quốc đã phát triển cơ chế "IPO Green Channel" để rút ngắn thời gian xét duyệt niêm yết, đặc biệt đối với các vùng kém phát triển hoặc các ngành ưu tiên như công nghệ sinh học, AI, điện toán đám mây, sản xuất tiên tiến. Chẳng hạn, Foxconn là một trường hợp doanh nghiệp sử dụng Green Channel và hoàn tất việc xin niêm yết chỉ trong 36 ngày - được xem là IPO nhanh nhất trong lịch sử Trung Quốc khi đó[274].

Từ các phân tích và kinh nghiệm trên, LCK cùng các luật có liên quan và các văn bản hướng dẫn thi hành có thể được nghiên cứu để bổ sung, sửa đổi theo hướng: (i) bổ sung quy định khuyến khích tổ chức phát hành NYCP thông qua cấu trúc lợi ích minh bạch, cân bằng trong điều khoản về quyền và nghĩa vụ của tổ chức niêm yết; (ii) giao Chính phủ ban hành danh mục chính sách ưu đãi có điều kiện với tiêu chí cụ thể về mức độ tuân thủ QTCT, CBTT,…; (iii) lồng ghép các chính sách hỗ trợ niêm yết vào Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa, Luật Hỗ trợ doanh nghiệp đổi mới sáng tạo nhằm tạo hành lang pháp lý liên ngành, bảo đảm tính khả thi và hiệu lực thực thi.

Thứ hai, sửa đổi các quy định pháp luật nhằm ràng buộc nghĩa vụ NYCP sau cổ phần hóa và thoái vốn tại DNNN, bảo đảm tính liên thông giữa các luật điều chỉnh hoạt động cổ phần hóa với pháp luật về chứng khoán, góp phần thể chế hóa đường lối, chính sách mà Đảng và Nhà nước đã đề ra.

Cổ phần hóa và NYCP của DNNN là hai giai đoạn liền mạch trong một quá trình cải cách sở hữu và minh bạch hóa hoạt động của doanh nghiệp có vốn nhà nước. Trong đó, cổ phần hóa đóng vai trò là bước khởi tạo cấu trúc sở hữu theo mô hình CTCP, còn niêm yết được xem là công cụ pháp lý - thị trường để thúc đẩy công khai, minh bạch và giám sát xã hội đối với DNNN sau cổ phần hóa. Tuy nhiên, thực tiễn ở Việt Nam cho thấy sự đứt gãy giữa hai giai đoạn này đang tạo ra một khoảng trống pháp lý đáng lo ngại: nhiều doanh nghiệp đã hoàn tất cổ phần hóa nhưng vẫn không thực hiện NYCP trên SGDCK theo đúng tiến độ hoặc trì hoãn việc đưa cổ phiếu lên sàn bằng cách chỉ đăng ký CTĐC mà không triển khai niêm yết chính thức. Theo tác giả Nguyễn Thị Mai Anh (2024), thực trạng trên bắt nguồn từ nhiều yếu tố, trong đó nổi bật là sự thiếu đồng bộ và thiếu ràng buộc pháp lý giữa Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp, Luật Doanh nghiệp và LCK[275]. Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp hiện chưa có quy định mang tính bắt buộc về lộ trình niêm yết sau cổ phần hóa mà chủ yếu dừng lại ở nguyên tắc công khai, minh bạch trong sử dụng vốn. Trong khi đó, LCK tuy có quy định về việc đăng ký CTĐC và niêm yết nhưng lại không có chế tài đủ mạnh để xử lý trường hợp doanh nghiệp cổ phần hóa cố tình chậm trễ niêm yết, cũng không xác lập trách

[274] Fa Chen & Lijun Zhao (2023), "The Comprehensive Implementation of the Registration-based System of IPO Regulation in China: Practice, Progress, Problems and Prospects", *Asia Pacific Law Review*, 32(1), pp. 1-22. doi: 10.1080/10192557.2023.2232612.
[275] Nguyễn Thị Mai Anh (2024), Tlđd.

nhiệm pháp lý rõ ràng của các cơ quan đại diện chủ sở hữu khi để quá trình này kéo dài. Trên thực tế, tình trạng giữ nguyên vốn nhà nước sau cổ phần hóa vẫn diễn ra phổ biến, thậm chí có trường hợp Nhà nước vẫn nắm giữ tới 99% vốn điều lệ, dẫn đến hiện tượng cổ phần hóa hình thức, không tạo ra thay đổi thực chất về quyền lực kinh tế hay quản trị doanh nghiệp[276].

Dữ liệu báo cáo, thống kê cho thấy, tiến độ cổ phần hóa, thoái vốn trong những năm gần đây chưa đạt kế hoạch đề ra, tiến độ cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước đang chậm lại, kết quả đạt được rất thấp, giảm dần qua các năm, chưa mang tính toàn diện, đi vào thực chất...; việc xử lý vướng mắc trong quá trình thoái vốn của DNNN còn gặp nhiều khó khăn, càng về sau càng khó khăn hơn. Trong giai đoạn 2016 - 2020, có 180 doanh nghiệp được phê duyệt phương án cổ phần hóa và tiến hành thoái vốn tại 403 DNNN. Tuy nhiên, trong số đó, xét riêng đối với 128 doanh nghiệp thuộc danh mục cổ phần hóa theo kế hoạch do Thủ tướng Chính phủ giao, chỉ có 39 doanh nghiệp hoàn thành theo kế hoạch (đạt 30%). Xét tổng thể thời gian qua, mặc dù đã có tới hơn 95% DNNN được cổ phần hóa nhưng tổng số vốn nhà nước được bán ra mới đạt khoảng 8%. Kế hoạch trong giai đoạn 2021 - 2025, thực hiện cổ phần hóa 19 doanh nghiệp và thoái vốn 141 doanh nghiệp (có một số doanh nghiệp có phần vốn nhà nước cần phải thoái lớn, như Tổng công ty Cơ khí xây dựng, Tổng CTCP Sông Hồng, Tổng công ty Lắp máy Việt Nam, Tổng công ty Viglacera, Tổng công ty Truyền hình Cáp Việt Nam...); tuy nhiên, tính đến nay, chỉ 5/19 (đạt 26,31% kế hoạch) doanh nghiệp được cổ phần hóa và 63/141 (đạt 44,68% kế hoạch) doanh nghiệp được thoái vốn theo kế hoạch đề ra[277]. Trong khi đó, tại nhiều quốc gia như Trung Quốc, Hàn Quốc hay Ba Lan, quá trình cổ phần hóa DNNN luôn gắn liền với lộ trình niêm yết bắt buộc, được quy định rõ ràng trong luật, cơ quan đại diện chủ sở hữu có trách nhiệm pháp lý nếu không triển khai đúng hạn. Mục tiêu của mô hình này là sử dụng cơ chế thị trường để giám sát hiệu quả hoạt động và quản trị sau cổ phần hóa, đồng thời tăng cường khả năng huy động vốn của doanh nghiệp và minh bạch hóa thông tin cho NĐT.

Từ thực tế đó, có thể thấy rõ nhu cầu hoàn thiện hệ thống pháp luật hiện hành theo hướng đồng bộ và có tính cưỡng chế cao hơn để bảo đảm tiến độ NYCP của DNNN sau cổ phần hóa, thoái vốn. Theo đó, tác giả kiến nghị sửa đổi, bổ sung một số nội dung cụ thể như sau:

Một là, bổ sung quy định tại Luật Quản lý và đầu tư vốn nhà nước tại doanh nghiệp theo hướng theo hướng xác lập trách nhiệm của cơ quan đại diện chủ sở hữu trong việc bảo đảm lộ trình đưa cổ phiếu của DNNN sau cổ phần hóa vào TTCK tập trung. Theo đó, pháp luật về quản lý vốn nhà nước cần quy định rõ việc NYCP/ĐKGD sau cổ phần hóa là một yêu cầu gắn với quá trình tái cơ cấu sở hữu nhà nước, minh bạch hóa hoạt động doanh nghiệp và bảo toàn, phát triển vốn nhà nước. Cơ quan đại diện chủ sở hữu

[276] Nguyễn Thị Mai Anh (2024), Tlđd.
[277] Xem thêm: Quyết định số 1479/QĐ-TTg, ngày 29/11/2022, của Thủ tướng Chính phủ về phê duyệt kế hoạch sắp xếp lại DNNN, doanh nghiệp có vốn nhà nước giai đoạn 2022 – 2025.

phải có trách nhiệm phê duyệt, theo dõi và công khai lộ trình NYCP/ĐKGD của doanh nghiệp thuộc phạm vi quản lý; trường hợp đề xuất gia hạn hoặc chưa thực hiện phải có căn cứ rõ ràng, được cấp có thẩm quyền chấp thuận và công khai lý do. Đồng thời, kết quả thực hiện lộ trình NYCP/ĐKGD cần được xem là một tiêu chí đánh giá hiệu quả thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu, quản lý, sử dụng vốn nhà nước và trách nhiệm của người đứng đầu cơ quan đại diện chủ sở hữu.

Hai là, bổ sung quy định tại LCK nhằm thiết lập cơ chế thực thi nghĩa vụ NYCP/ĐKGD sau cổ phần hóa từ góc độ quản lý TTCK. Khác với Luật Quản lý và đầu tư vốn nhà nước tại doanh nghiệp, LCK cần tập trung vào việc xác định cơ chế đưa cổ phiếu sau cổ phần hóa vào hệ thống giao dịch chứng khoán tập trung. Theo đó, cần quy định rõ thời điểm doanh nghiệp sau cổ phần hóa phải thực hiện ĐKGD hoặc đăng ký niêm yết khi đáp ứng điều kiện luật định; nghĩa vụ báo cáo tiến độ với UBCKNN và SGDCK; trách nhiệm CBTT về tình trạng thực hiện, nguyên nhân chậm trễ và kế hoạch khắc phục. Trường hợp doanh nghiệp hoặc người quản lý doanh nghiệp không thực hiện đúng lộ trình đã được phê duyệt mà không có lý do chính đáng, pháp luật chứng khoán cần có cơ chế xử phạt hành chính, yêu cầu giải trình, áp dụng biện pháp khắc phục hậu quả và công khai vi phạm trên hệ thống thông tin thị trường.

Ba là, sửa đổi, bổ sung các quy định của Luật Doanh nghiệp về thực hiện quyền của chủ sở hữu nhà nước, người đại diện phần vốn nhà nước và cơ chế quyết định đối với cổ phần thuộc sở hữu nhà nước trong CTCP sau cổ phần hóa, nhằm bảo đảm quyền định đoạt vốn nhà nước phù hợp với nguyên tắc thị trường và mục tiêu tái cấu trúc sở hữu. Cụ thể, cần nghiên cứu sửa đổi, bổ sung các quy định tại Luật Doanh nghiệp năm 2020 liên quan đến doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ, doanh nghiệp có phần vốn góp, cổ phần do Nhà nước nắm giữ cũng như quy định về quyền và trách nhiệm của người đại diện phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp. Đối với CTCP sau cổ phần hóa, cần sửa đổi các quy định theo hướng hạn chế cơ chế can thiệp hành chính của chủ sở hữu nhà nước vào hoạt động quản trị nội bộ của doanh nghiệp, đồng thời xác lập rõ nguyên tắc Nhà nước thực hiện quyền cổ đông thông qua các thiết chế của CTCP như ĐHĐCĐ, HĐQT và các cơ chế biểu quyết theo Luật Doanh nghiệp. Bên cạnh đó, cần bổ sung quy định nhằm làm rõ quyền định đoạt đối với cổ phần nhà nước trong CTCP sau cổ phần hóa, bao gồm quyền quyết định bán, chuyển nhượng, thoái vốn, giảm tỷ lệ sở hữu hoặc không tiếp tục duy trì quyền chi phối khi điều đó phù hợp với chiến lược tái cấu trúc sở hữu và mục tiêu phát triển thị trường vốn. Đối với các doanh nghiệp đã cổ phần hóa và niêm yết, pháp luật cần tạo cơ sở pháp lý để Nhà nước có thể từng bước giảm tỷ lệ sở hữu xuống mức hợp lý, trừ trường hợp doanh nghiệp thuộc ngành, lĩnh vực thật sự cần Nhà nước nắm giữ chi phối vì lý do quốc phòng, an ninh, độc quyền tự nhiên hoặc lợi ích công cộng thiết yếu.

Bốn là, Chính phủ cần quy định chi tiết danh mục DNNN cổ phần hóa bắt buộc niêm yết và xây dựng kế hoạch giám sát định kỳ việc thực hiện các cam kết niêm yết

theo tiến độ. Cùng với đó, cần xác định rõ trách nhiệm của Bộ Tài chính và UBCKNN trong việc theo dõi, tổng hợp và công khai tình trạng niêm yết của các DNNN đã cổ phần hóa, minh bạch hóa quá trình này cho toàn thị trường theo nguyên tắc trách nhiệm giải trình. Đối với SCIC, cần thiết lập cơ chế phối hợp và CBTT phù hợp về tình trạng niêm yết, kế hoạch niêm yết hoặc nguyên nhân chậm niêm yết của các doanh nghiệp có phần vốn nhà nước thuộc danh mục do SCIC đại diện chủ sở hữu.

Việc sửa đổi như trên không chỉ góp phần khắc phục tình trạng cổ phần hóa hình thức, kéo dài không rõ lộ trình mà còn giúp cải thiện mức độ minh bạch, công khai và thu hút NĐT trong nước và quốc tế, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam đang triển khai Đề án Nâng hạng TTCK và hướng đến chuẩn mực thị trường mới nổi.

Thứ ba, hoàn thiện các quy định trong LCK và các văn bản hướng dẫn thi hành điều chỉnh các chủ thể trung gian trong hoạt động NYCP.

Đối với nhóm chủ thể này, pháp luật cần được xem xét bổ sung các điều kiện pháp lý và chuẩn mực hoạt động chặt chẽ hơn đối với từng nhóm chủ thể trung gian trong mối quan hệ với tổ chức đăng ký niêm yết, đồng thời, có cơ chế chịu trách nhiệm liên đới trong các trường hợp xảy ra sai phạm. Cụ thể:

Một là, nâng cao điều kiện và tiêu chí pháp lý đối với CTCK bảo lãnh phát hành. CTCK trong vai trò bảo lãnh phát hành chính là chủ thể bảo đảm tỷ lệ thành công cho hồ sơ cũng như kết quả của đợt IPO. Hiện nay, LCK và các nghị định liên quan chưa quy định một mức tiêu chuẩn vốn chủ sở hữu tối thiểu, tỷ lệ vốn tự có rủi ro, trình độ chuyên môn tối thiểu và cơ chế trách nhiệm cá nhân đối với CTCK bảo lãnh. Để tăng chất lượng, cần bổ sung quy định rằng CTCK bảo lãnh phải đáp ứng tiêu chí định lượng cũng như trách nhiệm pháp lý liên đới nếu hồ sơ niêm yết có những sai sót trọng yếu.

Hai là, tăng cường trách nhiệm pháp lý của tổ chức kiểm toán độc lập trong hoạt động NYCP. Trong hoạt động NYCP, tổ chức kiểm toán độc lập đóng vai trò vô cùng quan trọng nhằm bảo đảm tính trung thực, minh bạch của báo cáo tài chính - một trong những tài liệu nền tảng trong hồ sơ niêm yết và công bố định kỳ của DNNY. Tuy nhiên, thực tiễn tại Việt Nam cho thấy chất lượng kiểm toán trong khối DNNY còn nhiều vấn đề đáng lo ngại, kéo dài suốt nhiều năm mà chưa có giải pháp thực sự hiệu quả. Nhiều DNNY lựa chọn các công ty kiểm toán quy mô nhỏ, năng lực yếu hoặc thiếu tính độc lập do có quan hệ lợi ích kinh tế với tổ chức phát hành, dẫn đến việc kiểm toán mang tính hình thức, không phát hiện hoặc thậm chí làm lu mờ các sai lệch trọng yếu trong báo cáo tài chính. Trong rất nhiều trường hợp, báo cáo tài chính được kiểm toán vẫn phản ánh sai lệch nghiêm trọng về doanh thu, lợi nhuận hoặc dòng tiền nhưng tổ chức kiểm toán không bị xử lý tương xứng, dẫn đến hệ quả nghiêm trọng là NĐT bị đánh lừa bởi thông tin tài chính đã được "làm đẹp", hệ quả là thị trường mất đi nền tảng định giá công bằng và rủi ro sai lệch thông tin lan rộng theo chuỗi. Điều này đã làm dấy lên lo ngại về khoảng trống trong giám sát và trách nhiệm liên đới của các chủ thể trung gian trong quá trình niêm yết.

Trong những vụ việc tiêu biểu đã được đề cập ở Chương 2, các báo cáo tài chính đều đã được kiểm toán độc lập, trực tiếp góp phần đáng kể làm nhiễu loạn thông tin thị trường, gây thiệt hại nghiêm trọng cho NĐT, tổn hại trực tiếp đến lòng tin thị trường và khả năng bảo vệ NĐT thiểu số. Do vậy, pháp luật về NYCP cần được sửa đổi để xác lập một khung tiêu chuẩn riêng dành cho tổ chức kiểm toán phục vụ DNNY. Có thể nghiên cứu xây dựng hệ thống xếp hạng chất lượng kiểm toán viên và công bố công khai hàng năm bảng đánh giá năng lực, mức độ tuân thủ, số lượng vụ việc có sai phạm phát sinh theo từng tổ chức. Bảng xếp hạng này sẽ là căn cứ để DNNY lựa chọn đơn vị kiểm toán có uy tín và cơ quan quản lý giám sát toàn thị trường. Cùng với đó, cần xác lập cơ chế trách nhiệm liên đới pháp lý giữa tổ chức kiểm toán và tổ chức niêm yết khi báo cáo tài chính có sai lệch trọng yếu, đặc biệt là các sai lệch có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và lợi ích của cổ đông. Tổ chức kiểm toán có thể bị xử phạt hành chính, thu hồi giấy phép hành nghề hoặc thậm chí truy cứu trách nhiệm hình sự và bồi thường thiệt hại nếu hoạt động kiểm toán sai lệch nghiêm trọng và gây thiệt hại thực tế.

3.2.2. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về điều kiện niêm yết cổ phiếu

Thứ nhất, LCK cần nâng cao điều kiện về vốn điều lệ đã góp, đồng thời, có cơ chế kiểm soát việc góp vốn và quá trình sử dụng vốn.

Một trong những mục tiêu trọng yếu của quy định pháp luật về điều kiện niêm yết là bảo đảm thị trường vốn không trở thành nơi tập trung các doanh nghiệp yếu kém, thiếu minh bạch hoặc không đủ năng lực tài chính để chịu đựng rủi ro từ công khai và giám sát xã hội. Trong đó, điều kiện về vốn điều lệ đã góp là một tiêu chí quan trọng, có vai trò sàng lọc bước đầu, phản ánh quy mô tài chính và năng lực chịu trách nhiệm của tổ chức phát hành. Tuy nhiên, theo quy định hiện hành tại khoản 1 Điều 109 Nghị định 155/2020/NĐ-CP, CTCP đăng ký niêm yết chỉ cần có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký từ 30 tỷ đồng trở lên căn cứ trên báo cáo tài chính gần nhất được kiểm toán. Mức vốn điều lệ tối thiểu này chỉ tương đương chưa đầy 1% so với quy mô tài sản trung vị trên HOSE, phản ánh sự chênh lệch rất lớn giữa ngưỡng đầu vào và thực tế quy mô vận hành của DNNY, cho thấy sự bất tương xứng với sự phát triển về quy mô của các DNNY hiện đại, đồng thời, không đủ để bảo đảm năng lực vận hành tối thiểu đối với doanh nghiệp tham gia thị trường vốn - nơi yêu cầu tính thanh khoản, chi phí CBTT và giám sát thường xuyên ở mức cao hơn nhiều so với doanh nghiệp ngoài sàn.

Bên cạnh đó, cơ chế pháp lý hiện nay cũng chưa có đủ công cụ hữu hiệu để kiểm soát tính chân thực và mục đích sử dụng của nguồn vốn góp. Trên thực tế, đã có nhiều trường hợp doanh nghiệp sử dụng hình thức "cam kết góp vốn", chuyển tiền lòng vòng hoặc thông qua tài khoản phong tỏa để tạo điều kiện "góp vốn giả" chỉ nhằm vượt qua vòng xét điều kiện niêm yết mà không thực sự có năng lực tài chính tương ứng. Các giao dịch góp vốn được hoàn thành chỉ trong thời gian rất ngắn, sau đó nhanh chóng được rút ra hoặc sử dụng vào các mục đích không đúng với phương án đã công bố trong hồ sơ niêm yết, nhưng lại không bị xử lý cụ thể do thiếu quy định hậu kiểm. Điều này

làm biến dạng ý nghĩa thực chất của điều kiện góp vốn, gây rủi ro hệ thống và ảnh hưởng nặng nề đến niềm tin của NĐT vào chất lượng của DNNY.

Từ những bất cập nêu trên, đã đến lúc cần thiết phải sửa đổi các quy định pháp luật hiện hành theo hướng sau:

Một là, hoàn thiện điều kiện về vốn điều lệ đã góp theo hướng gắn với cơ chế phân bảng hoặc phân nhóm tiêu chuẩn niêm yết trong cùng thị trường giao dịch cổ phiếu, đồng thời có tính đến đặc thù quy mô hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, không nên thiết kế cơ chế xác định ngưỡng vốn theo từng ngành nghề một cách cứng nhắc hoặc phụ thuộc vào phê duyệt cá biệt. Việc áp dụng một mức vốn điều lệ tối thiểu duy nhất cho mọi DNNY có thể chưa phản ánh đầy đủ sự khác biệt về quy mô, mức độ rủi ro và yêu cầu vốn của từng nhóm doanh nghiệp. Ngược lại, nếu quy định ngưỡng vốn theo từng ngành quá chi tiết sẽ dễ phát sinh khó khăn trong trường hợp doanh nghiệp hoạt động đa ngành, thiếu ổn định khi doanh nghiệp thay đổi cơ cấu doanh thu và có nguy cơ tạo ra cơ chế "xin - cho" trong quá trình xác định ngành chính. Vì vậy, pháp luật nên ưu tiên thiết kế điều kiện vốn điều lệ theo cơ chế phân bảng hoặc phân nhóm tiêu chuẩn niêm yết trong cùng thị trường giao dịch cổ phiếu trên cơ sở các tiêu chí khách quan, minh bạch, chẳng hạn nhóm doanh nghiệp quy mô lớn, nhóm doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ hoặc nhóm doanh nghiệp tăng trưởng; đồng thời chỉ sử dụng yếu tố ngành nghề như tiêu chí bổ trợ đối với một số lĩnh vực có yêu cầu vốn pháp định hoặc mức độ rủi ro đặc thù.

Đối với doanh nghiệp đa ngành, ngành chính không nên được xác định bằng quyết định hành chính cá biệt mà cần dựa trên tiêu chí định lượng được công bố trước, ổn định và có thể kiểm chứng, chẳng hạn như: tỷ trọng doanh thu, lợi nhuận gộp, tài sản hoặc hoạt động tạo dòng tiền chủ yếu trong một khoảng thời gian nhất định trước khi đăng ký NYCP. Trường hợp không xác định được ngành chính một cách rõ ràng, doanh nghiệp nên được áp dụng ngưỡng vốn theo bảng hoặc nhóm tiêu chuẩn niêm yết chung thay vì áp dụng một ngưỡng vốn riêng theo ngành nghề. Mức vốn điều lệ tối thiểu cũng cần được rà soát định kỳ theo tiêu chí công khai (bao gồm: tỷ lệ lạm phát, quy mô vốn hóa thị trường, quy mô trung bình của DNNY…) nhằm bảo đảm tính cập nhật, ổn định và hiệu quả sàng lọc mà không làm gia tăng tình trạng tùy nghi hành chính trong quá trình áp dụng.

Hai là, bổ sung quy trình xác thực dòng tiền góp vốn một cách minh bạch và có thể kiểm toán được. Hiện nay, pháp luật mới chỉ dừng ở yêu cầu về chứng từ ngân hàng xác nhận góp vốn nhưng chưa có quy định về việc "truy vết" dòng tiền hoặc xác minh nguồn gốc vốn góp khiến doanh nghiệp dễ dàng thực hiện thủ thuật góp vốn "ảo". Vì vậy, cần quy định rằng việc góp vốn phải đi kèm báo cáo xác nhận của kiểm toán độc lập hoặc đơn vị giám sát được cấp phép có trách nhiệm kiểm tra tính hợp pháp, minh bạch của nguồn vốn, thời điểm chuyển giao và cam kết không hoàn vốn trước thời hạn tối thiểu. Đồng thời, cơ quan quản lý cần có cơ chế hậu kiểm ngẫu nhiên và xử phạt

nghiêm các hành vi gian lận trong xác nhận vốn góp.

Ba là, gắn điều kiện niêm yết với nghĩa vụ giải trình về phương án sử dụng vốn và trách nhiệm pháp lý khi sử dụng sai mục đích. Việc sử dụng vốn sau niêm yết có ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả QTCT và bảo vệ quyền lợi cổ đông, dong hiện nay quy định về công khai mục đích sử dụng vốn và giám sát sau niêm yết vẫn còn rất mờ nhạt. Do đó, cần yêu cầu doanh nghiệp phải trình bày phương án sử dụng vốn chi tiết kèm theo các chỉ số tài chính dự kiến, cam kết về thời hạn giải ngân và mục tiêu kinh doanh tương ứng trong hồ sơ niêm yết. Nếu doanh nghiệp sử dụng vốn sai mục đích, gây ảnh hưởng tiêu cực đến NĐT hoặc làm sai lệch thông tin thị trường, cần xác lập cơ chế xử lý trách nhiệm dân sự, hành chính hoặc thậm chí hình sự đối với người quản lý có liên quan nhằm tăng cường tính răn đe và bảo đảm sử dụng vốn hiệu quả, minh bạch.

Có thể thấy rằng, những cải cách này không chỉ góp phần tăng năng lực sàng lọc của thị trường mà còn củng cố lòng tin của NĐT vào năng lực tài chính thực sự của DNNY - điều kiện tiên quyết cho việc xây dựng một TTCK hiệu quả và bền vững.

Thứ hai, LCK cần nâng cao điều kiện về tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) nhằm phản ánh năng lực tạo lợi nhuận thực chất của doanh nghiệp trước khi niêm yết.

Theo quy định tại Nghị định 155/2020/NĐ-CP, một trong những điều kiện để được niêm yết trên SGDCK là doanh nghiệp phải có ROE tối thiểu 5% trong hai năm liền trước thời điểm đăng ký. Tuy nhiên, xét trong bối cảnh thị trường ngày càng phát triển và kỳ vọng của NĐT ngày càng cao, mức ROE 5% hiện nay dường như đang có phần "khoan dung" và thiếu sức sàng lọc, nhất là khi so sánh với mặt bằng ROE trung bình của các DNNY hiện hành[278]. Bên cạnh đó, ROE là chỉ số tài chính có khả năng phản ánh gián tiếp cả hiệu quả sử dụng vốn và mức độ lành mạnh của cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Một doanh nghiệp duy trì ROE ở mức thấp có thể là dấu hiệu của việc sử dụng vốn kém hiệu quả, lợi nhuận mỏng hoặc quản trị không tối ưu, đó đều là những yếu tố tiềm ẩn rủi ro cho NĐT trên thị trường đại chúng. Việc duy trì ngưỡng ROE thấp trong thời gian dài sẽ dẫn tới hậu quả là các doanh nghiệp có nền tảng tài chính yếu cũng có thể niêm yết, từ đó gây ra hiện tượng "pha loãng chất lượng" trên thị trường và làm gia tăng rủi ro thông tin cho NĐT đại chúng.

Vì vậy, cần xem xét quy định lại ngưỡng ROE theo lộ trình nâng dần trong vòng 5 năm, gắn với từng tầng niêm yết hoặc nhóm ngành cụ thể. Cụ thể, có thể tiếp tục giữ mức 5% trong giai đoạn ngắn hạn (1-2 năm) để duy trì tính khuyến khích và ổn định, nhưng cần nâng dần lên (chẳng hạn mức 7-8%) trong giai đoạn trung hạn (3-5 năm), tương ứng với mặt bằng năng suất vốn tối thiểu mà một doanh nghiệp bền vững nên đạt được. Về kinh tế, mức ROE 5% hiện nay tương đối thấp nếu đặt trong bối cảnh chi phí vốn, lãi suất huy động vốn trung và dài hạn, kỳ vọng sinh lời của NĐT và yêu cầu sàng

[278] Theo Báo cáo thường niên của UBCKNN năm 2025, ROE trung bình của các DNNY tại Việt Nam các năm 2023, 2024, 2025 lần lượt là: 11,75%, 12,95%, 14,89%.
Xem thêm: UBCKNN (2026), *Tlđd*, tr. 29.

lọc chất lượng doanh nghiệp trước niêm yết; do đó, việc nâng dần lên nhằm bảo đảm DNNY có năng lực tạo lợi nhuận tối thiểu tương xứng với việc huy động vốn đại chúng. Tuy nhiên, để tránh loại trừ quá mức các doanh nghiệp tăng trưởng cao nhưng lợi nhuận ngắn hạn còn thấp, ngưỡng ROE này cần được thiết kế theo lộ trình, không áp dụng cơ học cho mọi doanh nghiệp mà cần gắn với cơ chế phân tầng niêm yết, tiêu chí thay thế và ngoại lệ có kiểm soát đối với doanh nghiệp tăng trưởng cao nhưng lợi nhuận ngắn hạn thấp nhằm bảo đảm cân bằng giữa yêu cầu sàng lọc chất lượng doanh nghiệp và mục tiêu phát triển quy mô, tính đa dạng của thị trường. Đối với nhóm doanh nghiệp có quy mô vốn lớn, dự kiến có mức vốn hóa đáng kể sau niêm yết hoặc thuộc các ngành sử dụng vốn lớn và có mức độ ảnh hưởng cao đến thị trường như ngân hàng, bất động sản, sản xuất công nghiệp…, ngưỡng ROE có thể được thiết kế ở mức cao hơn. Cách tiếp cận này cho phép áp dụng điều kiện niêm yết một cách linh hoạt theo quy mô doanh nghiệp và đặc thù ngành nghề, đồng thời bảo đảm mức độ sàng lọc tương thích với năng lực sinh lời, rủi ro tài chính và mức độ ảnh hưởng của doanh nghiệp đối với thị trường. Ngoài ra, pháp luật cần có quy định yêu cầu bổ sung báo cáo giải trình nếu ROE có biến động lớn trong các năm gần liền trước niêm yết nhằm sàng lọc hiện tượng làm đẹp số liệu hoặc tăng trưởng không bền vững. Khi đó, các tiêu chí về khả năng sinh lời không chỉ là rào cản kỹ thuật mà còn là thông điệp chính sách thể hiện quan điểm nâng cao chất lượng TTCK.

Thứ ba, LCK và các văn bản hướng dẫn thi hành cần hoàn thiện các điều kiện pháp lý về QTCT và minh bạch thông tin theo hướng định lượng và bắt buộc thay vì chỉ dừng lại ở tiêu chí định tính, loại trừ.

Theo quy định pháp luật hiện hành, các điều kiện về QTCT và CBTT trong hồ sơ đăng ký niêm yết chủ yếu mang tính định tính hoặc tiêu chí loại trừ - loại bỏ các doanh nghiệp vi phạm pháp luật, bị xử phạt hành chính, hoặc chưa tổ chức ĐHĐCĐ theo đúng quy định,… Tuy nhiên, cách tiếp cận như vậy chưa đủ để phản ánh năng lực thực chất của doanh nghiệp trong kiểm soát rủi ro, xây dựng hệ thống quản trị hiệu quả và tuân thủ chuẩn mực CBTT ở cấp độ thị trường vốn. Trong bối cảnh thị trường tài chính ngày càng vận hành theo chuẩn mực quốc tế, các điều kiện về quản trị và minh bạch không chỉ là hàng rào kỹ thuật mà còn là yếu tố định hình lòng tin và định giá doanh nghiệp. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng: việc áp dụng các chuẩn mực quản trị hiện đại như minh bạch cổ đông lớn, công bố giao dịch bên liên quan và đảm bảo tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng là yếu tố then chốt giúp giảm thiểu rủi ro đại diện và tăng khả năng thu hút NĐT[279].

Vì vậy, pháp luật về NYCP tại Việt Nam cần được định hướng theo hướng nâng cao và chủ động chuẩn hóa các yêu cầu về QTCT và CBTT, thay vì chỉ dừng lại ở việc

[279] Stijn Claessens, B. Burcin Yurtoglu (2013), “"Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey”, *Emerging Markets Review*, Volume 15, pp. 1–33. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002, truy cập ngày 12/9/2025.

đáp ứng các tiêu chí tối thiểu, chẳng hạn như:

Một là, cần xây dựng bộ tiêu chí định lượng bắt buộc về QTCT áp dụng đối với tổ chức đăng ký niêm yết. Các tiêu chí này có thể bao gồm: Quy định tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng tối thiểu nhằm tăng tính thanh khoản và khả năng phản ánh giá trị thực trên thị trường; Quy định về cơ cấu cổ đông lớn, trừ các ngành đặc thù có giới hạn sở hữu; Quy định loại trừ trường hợp thành viên HĐQT hoặc ban điều hành có tiền lệ vi phạm về nghĩa vụ CBTT hoặc có tiền án trong lĩnh vực tài chính - chứng khoán… z dẫn đến việc các doanh nghiệp có xu hướng chỉ tuân thủ ở mức tối thiểu mà không thực sự đầu tư vào việc nâng chuẩn QTCT. Đến tháng 02/2026, UBCKNN phối hợp với Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) công bố Bộ Nguyên tắc QTCT Việt Nam (Vietnam Corporate Governance Code - VN CG Code) được tham chiếu trực tiếp Bộ Nguyên tắc QTCT của G20/OECD ban hành năm 2023, đồng thời tiếp thu có chọn lọc thông lệ tốt của các thị trường phát triển và các quốc gia trong khu vực ASEAN; xây dựng theo hướng không trùng lặp với quy định pháp luật mà đóng vai trò là chuẩn mực khuyến nghị, hỗ trợ doanh nghiệp nâng cao chất lượng thực hành quản trị vượt trên mức tuân thủ tối thiểu[280]. Tuy vậy, có thể thấy rằng việc xây dựng bộ tiêu chí định lượng bắt buộc về QTCT đối với tổ chức đăng ký niêm yết vẫn là cần thiết nhằm chuyển hóa các chuẩn mực khuyến nghị đang dần được hoàn thiện thành cơ chế sàng lọc pháp lý có tính ràng buộc ngay từ giai đoạn tiền niêm yết; từ đó góp phần thu hẹp khoảng cách giữa chuẩn mực quản trị tốt với những điều kiện pháp lý bắt buộc khi doanh nghiệp gia nhập thị trường CPNY.

Hai là, cần áp dụng nguyên tắc "comply or explain" đối với chuẩn mực CBTT ESG, theo đó cho phép doanh nghiệp lựa chọn tuân thủ hoặc giải trình lý do chưa tuân thủ. Nguyên tắc này đã được áp dụng rộng rãi ở các thị trường vốn phát triển như EU, Anh và Singapore nhằm tạo sức ép mềm buộc doanh nghiệp nâng cấp quản trị, song vẫn giữ được sự linh hoạt với doanh nghiệp nhỏ hoặc mới chuyển đổi mô hình sở hữu. Việc khuyến khích CBTT ESG không chỉ góp phần chuẩn bị cho lộ trình xây dựng thị trường vốn bền vững mà còn trực tiếp nâng cao khả năng định giá và thu hút dòng vốn đầu tư của doanh nghiệp, đặc biệt từ các NĐT tổ chức có xu hướng ưu tiên chiến lược đầu tư trách nhiệm. Trong bối cảnh tiêu chuẩn ESG ngày càng trở thành điều kiện tiên quyết trong các quyết định phân bổ vốn, việc minh bạch hóa các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị sẽ giúp doanh nghiệp không chỉ cải thiện hình ảnh mà còn đáp ứng kỳ vọng về tuân thủ chuẩn mực toàn cầu. Nghiên cứu thực nghiệm tại các thị trường mới nổi của Le Chau, Le Anh va Vu Duc (2025) cho thấy CBTT ESG có tác động tích cực rõ rệt đến định giá thị trường và khối lượng giao dịch của cổ phiếu. Đặc biệt, phản ứng tích cực này mạnh mẽ hơn đối với các doanh nghiệp có tính minh bạch cao, hoạt động trong ngành chịu rủi ro ESG lớn hoặc có khả năng tiếp cận thị trường vốn quốc tế, điều đó

[280] UBCKNN (2026), *Lễ công bố Bộ Nguyên tắc QTCT Việt Nam 2026*, https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/l/chitit?dDocName=APPSSCGOVVN1620163836, truy cập ngày 27/4/2026.

cho thấy tính thời sự và tầm quan trọng ngày càng gia tăng của ESG trong chiến lược huy động vốn trên TTCK[281].

Trên cơ sở đó, LCK và các văn bản hướng dẫn thi hành có thể được sửa đổi theo hướng: Bổ sung quy định về tiêu chí quản trị định lượng tối thiểu áp dụng với doanh nghiệp đăng ký niêm yết, có thể có sự phân loại theo quy mô doanh nghiệp; Nâng cấp hệ thống bộ nguyên tắc QTCT từ khuyến nghị lên mức bắt buộc đối với một số chỉ tiêu cốt lõi; Xây dựng khung tiêu chí đánh giá tuân thủ QTCT và công bố kết quả xếp hạng hàng năm để tạo động lực cải thiện quản trị thông qua cạnh tranh lành mạnh…

Thứ tư, LCK cần mở rộng cơ chế tiếp cận thị trường cho NĐT nước ngoài theo hướng linh hoạt và hội nhập sâu hơn với thông lệ quốc tế.

Một trong những điểm nghẽn pháp lý hiện nay làm suy giảm sức hút của TTCK Việt Nam đối với NĐT nước ngoài là quy định mang tính hạn chế về hình thức đầu tư và mục đích sử dụng vốn. Cụ thể, theo pháp luật hiện hành, doanh nghiệp nước ngoài chỉ được phép chào bán cổ phiếu ra công chúng tại Việt Nam để huy động vốn đầu tư vào dự án đã được cấp phép hoạt động tại Việt Nam. Đồng thời, pháp luật không cho phép dòng vốn huy động này được chuyển ra ngoài lãnh thổ Việt Nam. Cơ chế này tuy phần nào giúp bảo vệ thị trường trong nước, ngăn chặn nguy cơ thất thoát vốn và đảm bảo dòng vốn sử dụng đúng mục tiêu phát triển trong nước nhưng mặt khác cũng có thể khiến TTCK Việt Nam trở nên kém cạnh tranh trong mắt các NĐT tổ chức quốc tế. Trong khi đó, kinh nghiệm quốc tế cho thấy xu hướng cởi mở hóa tiếp cận thị trường vốn đang được đẩy mạnh, nhiều quốc gia trong khu vực ASEAN đã chủ động thiết kế cơ chế pháp lý nhằm tạo điều kiện cho doanh nghiệp nước ngoài phát hành chứng khoán, niêm yết hoặc đầu tư gián tiếp vào thị trường trong nước. Chẳng hạn, Singapore áp dụng một khung pháp lý minh bạch và linh hoạt đối với các quỹ đầu tư nước ngoài, cho phép họ mua cổ phần, phát hành chứng chỉ quỹ hoặc tham gia đầu tư vào các quỹ REITs niêm yết mà không yêu cầu phải có dự án đầu tư cụ thể tại địa phương, với điều kiện phải tuân thủ các yêu cầu CBTT, đăng ký hoạt động và tỷ lệ sở hữu trong từng lĩnh vực theo hướng dẫn của MAS. Hệ thống quản lý này không chỉ tạo điều kiện thuận lợi cho dòng vốn nước ngoài mà còn bảo đảm giám sát hiệu quả thông qua các tiêu chí định lượng và chuẩn mực hoạt động rõ ràng được quy định trong Guidelines on Licensing, Registration and Conduct of Business for Fund Management Companies. Những mô hình này thể hiện tư duy pháp lý hiện đại trong việc cân bằng giữa kiểm soát rủi ro và thu hút dòng vốn quốc tế, đồng thời tạo cơ hội cho doanh nghiệp nội địa tiếp cận nguồn lực toàn cầu.

Từ những phân tích trên, pháp luật Việt Nam nên được nghiên cứu sửa đổi theo hướng:

Một là, nghiên cứu sửa đổi LCK theo hướng mở rộng đối tượng được phép chào bán chứng khoán ra công chúng tại Việt Nam, bao gồm cả tổ chức tài chính, quỹ đầu tư,

---

[281] Le Chau, Le Anh, Vu Duc (2025), "Valuing ESG: How financial markets respond to corporate sustainability", *International Business Review*, Volume 34, Issue 3, https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2025.102418, truy cập ngày 13/8/2025.

doanh nghiệp nước ngoài có uy tín và được xếp hạng tín nhiệm cao, chứ không chỉ giới hạn ở các pháp nhân có dự án nội địa. Cách tiếp cận này phù hợp với thông lệ quốc tế và tạo cơ hội đa dạng hóa sản phẩm đầu tư, góp phần tăng tính cạnh tranh và chiều sâu cho thị trường vốn. Liên quan đến vấn đề này, Liên minh châu Âu đã thiết lập cơ chế công nhận tương đương (equivalence) cho phép các tổ chức phát hành ở quốc gia thứ ba được chào bán hoặc niêm yết tại EU nếu hệ thống pháp luật nước họ đạt chuẩn tương thích, qua đó giảm chi phí và thủ tục niêm yết, đồng thời đảm bảo tính minh bạch thông tin cho NĐT[282]. Việt Nam có thể nghiên cứu áp dụng mô hình tương tự để từng bước xây dựng khuôn khổ công nhận tương hỗ với các thị trường khu vực có mức độ phát triển cao hơn để tăng tính hấp dẫn và hội nhập.

Hai là, cho phép dòng vốn huy động được sử dụng linh hoạt hơn trong các khuôn khổ đầu tư hợp pháp, kể cả thông qua liên doanh, hợp tác công - tư hoặc đầu tư gián tiếp, thay vì yêu cầu bắt buộc phải dùng cho các dự án đứng tên pháp nhân nước ngoài. Cơ chế này cần đi kèm với quy định CBTT minh bạch về mục đích sử dụng vốn, cam kết đầu tư và trách nhiệm giải trình. Việc nới lỏng quy định về mục đích sử dụng vốn huy động không đồng nghĩa với buông lỏng kiểm soát, mà ngược lại, nếu được thiết kế trên nền tảng minh bạch thông tin và trách nhiệm giải trình sẽ góp phần nâng cao hiệu quả phân bổ vốn trong nền kinh tế. Khi doanh nghiệp được phép linh hoạt điều chỉnh kế hoạch sử dụng vốn theo diễn biến thị trường nhưng vẫn đảm bảo tuân thủ nghĩa vụ CBTT kịp thời, trung thực và đầy đủ cho NĐT, pháp luật đã chuyển trọng tâm từ kiểm soát hành chính sang kiểm soát thông tin - một cách tiếp cận hiện đại, dựa trên cơ chế thị trường và niềm tin đầu tư. Theo OECD (2023), khung pháp lý về QTCT và thị trường vốn cần được thiết kế dựa trên nguyên tắc "tính tương xứng" (proportionality), bảo đảm cân bằng giữa bảo vệ NĐT, duy trì tính liêm chính của thị trường và tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận vốn một cách linh hoạt, hiệu quả về chi phí[283].

Trong giai đoạn TTCK Việt Nam chuyển từ mục tiêu nâng hạng sang yêu cầu phát triển ổn định và bền vững, việc mở rộng và nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết trở thành yếu tố quyết định khả năng duy trì sức hấp dẫn của thị trường đối với dòng vốn trung và dài hạn. Thực tiễn hiện nay cho thấy cấu trúc CPNY vẫn mang tính tập trung cao vào một số nhóm ngành truyền thống như ngân hàng, tài chính và bất động sản, trong khi sự tham gia của khu vực doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài còn khá khiêm tốn, chưa phản ánh đúng vai trò của khu vực này trong nền kinh tế. Mặc dù số lượng doanh nghiệp FDI niêm yết hoặc ĐKGD mới chỉ dừng ở mức rất hạn chế, với tỷ trọng cổ phiếu chiếm tỷ lệ không đáng kể trong tổng quy mô thị trường, song trên thực

[282] European Union (2017), Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, *Official Journal of the European Union*, L 168, 12-68, https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj/eng, Recital 26, 27, p. 18, truy cập ngày 21/10/2025.
[283] OECD (2023), *Tlđd.*, Principle I.A – I.B, pp. 10 – 11.

tế vẫn tồn tại một bộ phận đáng kể các doanh nghiệp FDI hoạt động lâu năm tại Việt Nam, có năng lực tài chính, quản trị và mức độ minh bạch đủ điều kiện tiếp cận thị trường vốn thông qua NYCP. Trong bối cảnh đó, việc hoàn thiện pháp luật về NYCP theo hướng tạo lập môi trường pháp lý thuận lợi hơn cho doanh nghiệp FDI tham gia thị trường cần được xem là một định hướng chính sách quan trọng, nhằm góp phần đa dạng hóa hàng hóa niêm yết, nâng cao chất lượng cổ phiếu và gia tăng sức hút đối với NĐT nước ngoài. Quá trình hoàn thiện này cần bảo đảm tính nhất quán với nguyên tắc không phân biệt đối xử giữa doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đã được khẳng định trong các chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước[284] cũng như phù hợp với khuôn khổ pháp lý hiện hành về CTĐC theo LCK. Theo đó, thay vì thiết kế các cơ chế ưu đãi mang tính ngoại lệ, pháp luật cần tập trung rà soát, tháo gỡ những rào cản về điều kiện, thủ tục và phương thức tiếp cận thị trường đang làm hạn chế động lực niêm yết của doanh nghiệp FDI, qua đó khai thác hiệu quả hơn tiềm năng của khu vực này trong việc nâng cao chiều sâu và tính cạnh tranh của thị trường CPNY Việt Nam.

3.2.3. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về trình tự, thủ tục niêm yết cổ phiếu

Trong bối cảnh thế giới đang chứng kiến sự lan tỏa rộng rãi của các công cụ số, đặc biệt là trí tuệ nhân tạo (AI) ở mọi lĩnh vực, hệ thống pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP cần đẩy mạnh việc đưa công nghệ số, ứng dụng dữ liệu lớn (Big Data) và AI vào quy trình thẩm định hồ sơ niêm yết nhằm nâng cao tính hiệu quả, chính xác và minh bạch. Theo tinh thần định hướng phát triển kinh tế số tại Việt Nam, tận dụng dữ liệu số và môi trường số làm yếu tố đầu vào chính là một trong những cách thức để thị trường tài chính phát triển nhanh, bền vững và thích ứng với sự biến động của thế giới hiện đại[285]. Thực tiễn cho thấy, TTCK là một hệ thống phức tạp với dữ liệu đầu vào lớn và đa chiều bao gồm rất nhiều nguồn: báo cáo tài chính, báo cáo kiểm toán, các dữ liệu phi cấu trúc như tin tức, mạng xã hội… Việc xử lý thủ công các bộ hồ sơ đăng ký niêm yết đồ sộ không chỉ tốn thời gian mà còn dễ dẫn đến sai sót, thiếu thống nhất hoàn toàn có thể trở thành một điểm nghẽn lớn đối với Việt Nam, nhất là khi thị trường bước vào giai đoạn thử thách quyết định chính thức nâng hạng thị trường vốn vào cuối năm 2026 sau bước nâng hạng sơ bộ vào tháng 11/2025 - một giai đoạn mà tốc độ và chất lượng thẩm định hồ sơ niêm yết sẽ là thước đo quan trọng đối với các định chế xếp hạng quốc tế và dòng vốn đầu tư nước ngoài. Theo đó, pháp luật về trình tự, thủ tục NYCP cần được hoàn thiện theo hướng:

Thứ nhất, ban hành các văn bản quy phạm pháp luật nhằm đẩy mạnh ứng dụng công nghệ số, đặc biệt là Big Data và AI, trong hoạt động giám sát TTCK nhằm nâng

---

[284] Xem thêm: Nghị quyết 50-NQ/TW về hoàn thiện thể chế thu hút đầu tư nước ngoài và Nghị quyết 68-NQ/TW về phát triển kinh tế tư nhân.

[285] Lê Thanh Tâm, Vũ Thanh Sơn (2024), "Phát triển thị trường tài chính trong nền kinh tế số tại Việt Nam", *Tạp chí Ngân hàng*, https://tapchinganhang.gov.vn/phat-trien-thi-truong-tai-chinh-trong-nen-kinh-te-so-tai-viet-nam-455.html, truy cập ngày 12/12/2025.

cao năng lực phát hiện sớm các hành vi bất thường. Các thuật toán học máy cần được triển khai để phân tích khối lượng lớn dữ liệu giao dịch, qua đó nhận diện các mô hình hành vi phức tạp mà phương thức giám sát truyền thống khó phát hiện.

Thứ hai, nghiên cứu cơ chế phối hợp xem xét hồ sơ đăng ký IPO đồng thời với hồ sơ đăng ký NYCP. Hiện nay, sau IPO, doanh nghiệp vẫn phải tiếp tục nộp hồ sơ đăng ký niêm yết tại SGDCK, làm phát sinh chi phí tuân thủ, kéo dài thời gian đưa cổ phiếu vào giao dịch tập trung và tạo ra sự trùng lặp nhất định trong thẩm định hồ sơ. Vì vậy, pháp luật cần từng bước hài hòa điều kiện IPO với điều kiện niêm yết, trên cơ sở đó, có thể thiết kế cơ chế nộp một bộ hồ sơ điện tử dùng chung cho UBCKNN và SGDCK thông qua hệ thống thông tin liên thông, trong đó mỗi cơ quan thực hiện thẩm quyền thẩm định tương ứng. Giải pháp này góp phần cắt giảm thủ tục hành chính, giảm chi phí cho doanh nghiệp nhưng vẫn bảo đảm kiểm soát chất lượng hàng hóa niêm yết.

Thứ ba, xây dựng và hoàn thiện hệ thống cảnh báo sớm trên cơ sở dữ liệu tích hợp, cho phép cơ quan quản lý và SGDCK can thiệp kịp thời, chính xác đối với các dấu hiệu vi phạm, góp phần hạn chế rủi ro mang tính hệ thống.

Thứ tư, có cơ chế nhằm phát triển hạ tầng dữ liệu tập trung, đồng bộ hóa dữ liệu giữa các chủ thể trên thị trường, bao gồm cơ quan quản lý, tổ chức niêm yết và các trung gian tài chính, từ đó nâng cao hiệu quả quản lý, giám sát và truy xuất thông tin NĐT. Từ đó, từng bước ứng dụng các công cụ phân tích dữ liệu tiên tiến để dự báo xu hướng thị trường, tối ưu hóa việc xử lý và quản lý dữ liệu, qua đó hỗ trợ hoạch định chính sách và nâng cao chất lượng điều hành TTCK theo hướng minh bạch, hiện đại và bền vững.

3.2.4. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về quyền và nghĩa vụ của doanh nghiệp niêm yết

Thứ nhất, LCK và các văn bản hướng dẫn thi hành cần bổ sung quy định theo hướng ghi nhận có hệ thống quyền và lợi ích pháp lý của DNNY, đồng thời thiết kế cơ chế khuyến khích niêm yết có điều kiện nhằm bảo đảm sự cân bằng giữa quyền, nghĩa vụ của chủ thể và kỷ luật thị trường, gắn với định hướng tăng cường bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT trên cơ sở tôn trọng quyền sở hữu, quyền tự do kinh doanh và các quyền hiến định khác.

Như đã phân tích, một trong những hạn chế đáng chú ý của pháp luật hiện hành về NYCP là chưa ghi nhận rõ ràng, đầy đủ và có hệ thống quyền của DNNY. Trong khi các nghĩa vụ của DNNY sau niêm yết, đặc biệt là nghĩa vụ CBTT, QTCT, báo cáo, giải trình, duy trì điều kiện niêm yết và tuân thủ quy chế giao dịch, được quy định tương đối chi tiết, thì các quyền và lợi ích pháp lý tương ứng của DNNY lại chủ yếu được nhận diện gián tiếp thông qua thủ tục hành chính và chức năng, nhiệm vụ của chủ thể tổ chức, quản lý NYCP. Cách tiếp cận này làm cho địa vị pháp lý của DNNY chưa thật sự cân bằng, bởi doanh nghiệp là chủ thể chịu sự ràng buộc pháp lý mạnh mẽ sau niêm yết nhưng lại chưa được pháp luật bảo đảm đầy đủ các quyền lợi tương xứng với chi phí và rủi ro tuân thủ mà họ phải gánh chịu.

Do đó, việc hoàn thiện pháp luật về NYCP không chỉ nên tập trung vào việc siết

chặt điều kiện niêm yết hoặc tăng cường nghĩa vụ sau niêm yết mà cần hướng đến xây dựng một môi trường pháp lý minh bạch, hiệu lực và hiệu quả, trong đó quyền và nghĩa vụ của DNNY được thiết kế cân bằng, có khả năng thực thi và gắn với kỷ luật thị trường. Một mặt, pháp luật phải bảo đảm rằng DNNY tuân thủ nghiêm các chuẩn mực về CBTT, QTCT, bảo vệ cổ đông và phòng ngừa hành vi gian dối trên thị trường. Mặt khác, pháp luật cũng cần ghi nhận rõ các quyền cơ bản của DNNY như quyền được đăng ký niêm yết khi đáp ứng điều kiện luật định, quyền được xem xét hồ sơ công bằng, minh bạch và đúng thời hạn, quyền đưa cổ phiếu vào giao dịch sau khi được chấp thuận niêm yết, quyền thay đổi đăng ký niêm yết, quyền hủy niêm yết tự nguyện, quyền đăng ký niêm yết lại, quyền được giải trình và yêu cầu xem xét lại các quyết định bất lợi có ảnh hưởng trực tiếp đến trạng thái niêm yết của doanh nghiệp. Việc ghi nhận hệ thống quyền này có ý nghĩa quan trọng ở cả phương diện pháp lý và chính sách thị trường. Về phương diện pháp lý, nó giúp xác lập rõ địa vị pháp lý của DNNY trong quan hệ NYCP, tránh tình trạng pháp luật chỉ nhấn mạnh nghĩa vụ và biện pháp chế tài mà chưa bảo đảm đầy đủ quyền chủ thể của doanh nghiệp. Về phương diện chính sách, nó góp phần làm cho niêm yết trở thành một lựa chọn pháp lý – tài chính hấp dẫn hơn, qua đó khuyến khích doanh nghiệp tham gia thị trường vốn có tổ chức, nâng cao chất lượng hàng hóa trên TTCK và thúc đẩy sự phát triển lành mạnh, bền vững của DNNY. Đây cũng là điều kiện cần thiết để pháp luật về NYCP vừa bảo đảm kỷ luật thị trường, vừa tạo lập niềm tin cho doanh nghiệp rằng việc niêm yết không chỉ làm phát sinh thêm nghĩa vụ mà còn đem lại các quyền lợi pháp lý rõ ràng, ổn định và có khả năng bảo vệ.

Trên cơ sở đó, pháp luật về NYCP cần bổ sung cơ chế khuyến khích DNNY theo hướng xác lập lợi ích thực chất, nhưng không làm suy giảm chuẩn mực minh bạch và kỷ luật thị trường. Cơ chế khuyến khích này không nên được hiểu là ưu đãi mặc nhiên cho mọi DNNY mà cần được thiết kế dưới dạng ưu đãi có điều kiện, áp dụng đối với doanh nghiệp đáp ứng các tiêu chí tuân thủ cao hơn về CBTT, QTCT, bảo vệ cổ đông, kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro và minh bạch thông tin. Cách tiếp cận này giúp hài hòa hai mục tiêu: một mặt tạo động lực cho DNNY và duy trì niêm yết; mặt khác bảo đảm rằng các lợi ích pháp lý chỉ được trao cho những doanh nghiệp thực sự tuân thủ tốt và góp phần nâng cao chất lượng thị trường. Theo hướng này, pháp luật có thể cân nhắc bổ sung một số nhóm chính sách cụ thể sau đây:

Một là, cần luật hóa các quyền năng của DNNY bằng cách bổ sung vào LCK các quy định cụ thể về quyền của DNNY, bao gồm quyền được tiếp nhận và xử lý hồ sơ đúng thời hạn, quyền được thông báo đầy đủ lý do khi bị từ chối niêm yết, bị hạn chế giao dịch, bị đưa vào diện cảnh báo, kiểm soát hoặc bị hủy niêm yết, cũng như quyền giải trình, bổ sung thông tin và yêu cầu xem xét lại quyết định bất lợi. Đây là nhóm quyền có ý nghĩa trực tiếp trong việc bảo đảm tính minh bạch, công bằng và dự đoán được của môi trường pháp lý về NYCP.

Hai là, cần nghiên cứu cơ chế khuyến khích DNNY tiếp cận vốn và nâng cao năng

lực huy động vốn sau niêm yết. Việc niêm yết chỉ thực sự hấp dẫn nếu doanh nghiệp nhìn thấy lợi ích cụ thể trong việc mở rộng khả năng huy động vốn, cải thiện thanh khoản cổ phiếu và tiếp cận NĐT tổ chức. Vì vậy, bên cạnh việc hoàn thiện quy định về phát hành thêm, chào bán chứng khoán và niêm yết bổ sung, pháp luật có thể nghiên cứu cơ chế hỗ trợ thông tin, xếp hạng tuân thủ, phân bảng giao dịch theo chất lượng QTCT hoặc minh bạch thông tin, qua đó tạo tín hiệu tích cực cho NĐT và giúp doanh nghiệp tuân thủ tốt được hưởng lợi từ chi phí vốn thấp hơn, hình ảnh thị trường tốt hơn và khả năng tiếp cận vốn thuận lợi hơn.

Ba là, có thể nghiên cứu áp dụng một số ưu đãi tài chính hoặc hỗ trợ chi phí có điều kiện đối với doanh nghiệp lần đầu niêm yết hoặc doanh nghiệp duy trì chuẩn tuân thủ cao. Chẳng hạn, pháp luật có thể cân nhắc miễn, giảm một số loại phí niêm yết, phí duy trì niêm yết hoặc phí dịch vụ trong giai đoạn đầu sau niêm yết; hỗ trợ chi phí tư vấn QTCT, kiểm toán, chuyển đổi số trong CBTT; hoặc ưu tiên tiếp cận các chương trình hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số và phát triển bền vững. Tuy nhiên, các ưu đãi này cần gắn với điều kiện rõ ràng, chẳng hạn doanh nghiệp không vi phạm nghĩa vụ CBTT trong một khoảng thời gian nhất định, duy trì cơ cấu QTCT phù hợp, công bố báo cáo phát triển bền vững hoặc đáp ứng các chuẩn mực cao hơn về minh bạch và bảo vệ cổ đông.

Thứ hai, tiếp tục hoàn thiện quy định nghĩa vụ CBTT để bảo đảm tính minh bạch và nâng cao chất lượng tiếp cận thông tin của NĐT.

Một trong những nguyên tắc nền tảng của TTCK là tính minh bạch, được đảm bảo thông qua cơ chế CBTT. Tuy nhiên, thực tiễn Việt Nam cho thấy nghĩa vụ CBTT của DNNY vẫn chưa đáp ứng đầy đủ kỳ vọng. Dù LCK năm 2019, Thông tư 96/2020/TT-BTC và gần đây nhất là Thông tư 68/2024/TT-BTC đã quy định khá chi tiết về CBTT định kỳ, bất thường và theo yêu cầu, song tình trạng vi phạm vẫn diễn ra khá phổ biến. Theo Báo cáo thường niên của UBCKNN, trong năm 2025, UBCKNN đã tăng cường rà soát việc tuân thủ nghĩa vụ CBTT, tình hình sử dụng vốn sau phát hành, QTCT và các nghĩa vụ liên quan của CTĐC nhằm kịp thời phát hiệu dấu hiệu bất thường, cảnh báo, xây dựng phương án xử lý rủi ro và xử lý vi phạm theo quy định[286]. Các hành vi vi phạm điển hình là chậm nộp báo cáo tài chính, không công bố giao dịch của người nội bộ hoặc CBTT thiếu chính xác… Điều này cho thấy vấn đề không chỉ nằm ở khuôn khổ pháp luật mà còn ở chất lượng tuân thủ và hiệu quả thực thi. Việc chưa thiết kế hệ thống nghĩa vụ CBTT phù hợp với mức đổ rủi ro doanh nghiệp và chưa triển khai cơ chế hậu kiểm hiệu quả cũng làm giảm năng lực điều tiết của pháp luật trong việc khắc phục bất cân xứng thông tin – một nền tảng quan trọng cho sự phát triển minh bạch và bền vững của thị trường[287].

---

[286] UBCKNN (2026), *Tlđd*, tr. 37 - 38.

[287] Nguyễn Phương Thảo (2025), "Vận dụng Lý thuyết Đại diện và Lý thuyết Thông tin bất cân xứng trong hoàn thiện pháp luật về NYCP tại Việt Nam", *Tạp chí Luật học*, Số 8/2025, tr. 105-119, 136.

Trên cơ sở những hạn chế nêu trên, cần thiết phải tiếp tục hoàn thiện pháp luật và cơ chế thực thi theo ba hướng. Một là, bổ sung yêu cầu CBTT định lượng và có thể kiểm chứng, nhất là đối với giao dịch với bên liên quan, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, rủi ro thanh khoản hoặc các chỉ số quản trị quan trọng. Yêu cầu này sẽ hạn chế tình trạng doanh nghiệp chỉ CBTT mô tả chung chung, thiếu giá trị sử dụng cho NĐT. Hai là, đối với nghĩa vụ CBTT bằng tiếng Anh vốn đã được luật hóa, cần đặt trọng tâm vào việc nâng cao chất lượng bản dịch, thống nhất thuật ngữ tài chính và tăng cường cơ chế giám sát để bảo đảm rằng thông tin công bố bằng tiếng Anh có giá trị tương đương về nội dung và tính kịp thời so với bản tiếng Việt, thay vì chỉ dừng ở mức hình thức. Ba là, cần thiết lập cơ chế hậu kiểm ngẫu nhiên kết hợp với chế tài xử lý nghiêm minh, bao gồm cả phạt tiền ở mức đủ lớn và biện pháp công khai rộng rãi thông tin doanh nghiệp và hành vi vi phạm, qua đó gia tăng tính răn đe và nâng cao kỷ luật thị trường.

Việc áp dụng các cải cách về nghĩa vụ CBTT không chỉ giúp nâng cao minh bạch, giảm thiểu rủi ro thông tin và chi phí đại diện mà còn trực tiếp phục vụ mục tiêu nâng hạng TTCK từ cận biên (Frontier) lên mới nổi (Emerging). Đây là một trong những điều kiện tiên quyết để thu hút dòng vốn đầu tư dài hạn và bền vững, củng cố niềm tin của NĐT trong và ngoài nước vào sự phát triển của TTCK Việt Nam.

Thứ ba, hoàn thiện nghĩa vụ về QTCT nhằm nâng cao vai trò giám sát và trách nhiệm giải trình.

Một trong những điều kiện quyết định chất lượng TTCK là sự phát triển của cơ chế QTCT bởi đây chính là nền tảng để bảo đảm lợi ích của cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số, đồng thời giảm thiểu rủi ro lạm dụng quyền lực từ ban lãnh đạo. Tuy nhiên, thực tiễn Việt Nam cho thấy các quy định pháp luật về QTCT tuy đã được bổ sung trong Luật Doanh nghiệp 2020, LCK năm 2019 và Thông tư 116/2020/TT-BTC nhưng vẫn còn nhiều bất cập. Điểm hạn chế rõ nhất là vai trò thực chất của thành viên HĐQT độc lập chưa được phát huy, nhiều trường hợp bổ nhiệm vẫn mang tính hình thức, thiếu tính độc lập khách quan và thường có mối quan hệ mật thiết với cổ đông lớn hoặc ban điều hành. Theo Báo cáo VLCA 2024, nhiều vấn đề trong chất lượng quản trị của doanh nghiệp Việt Nam có nguyên nhân gốc rễ từ việc thiếu tính độc lập của HĐQT; tính độc lập, vai trò giám sát về chiến lược và quản trị rủi ro của các thành viên HĐQT vẫn còn nhiều hạn chế; trong năm 2024 chỉ có 39% DNNY đạt tỷ lệ ít nhất 1/3 thành viên HĐQT là thành viên độc lập (tỷ lệ này năm 2023 là 26%)[288]. Thực trạng này không chỉ phản ánh mức độ tuân thủ chưa cao đối với quy định về QTCT mà còn cho thấy tác động đáng kể của cơ cấu sở hữu tập trung trong nhiều DNNY. Khi quyền sở hữu và quyền kiểm soát tập trung vào cổ đông lớn, nhóm cổ đông chi phối hoặc các chủ thể có liên quan, việc lựa chọn thành viên độc lập HĐQT dễ bị hình thức hóa; vai trò phản biện, giám sát và cân bằng lợi ích trong HĐQT có nguy cơ bị suy giảm. Trong bối cảnh đó, các quy

[288] Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2024), *tlđd,* Tr.32.

định về thành viên độc lập tuy đã được ghi nhận trong pháp luật nhưng có thể bị "vô hiệu hóa" trên thực tế nếu thiếu cơ chế bảo đảm tính độc lập thực chất, tiêu chuẩn lựa chọn minh bạch và chế tài đủ mạnh đối với hành vi tuân thủ mang tính hình thức.

Do đó, thay vì chỉ dừng lại ở việc đặt ra tiêu chuẩn, cần tiếp tục hoàn thiện pháp luật và cơ chế thực thi theo ba hướng: *Một là,* yêu cầu thành viên HĐQT độc lập phải công bố bản cam kết độc lập hàng năm kèm theo xác nhận của kiểm toán nội bộ hoặc bên thứ ba. Đồng thời, cần tăng cường nghĩa vụ báo cáo và giải trình của HĐQT đối với cổ đông, đặc biệt là về các vấn đề liên quan đến chiến lược phát triển dài hạn, quản trị rủi ro và giao dịch với bên liên quan. *Hai là,* trao quyền cho UBCKNN hoặc SGDCK tiến hành hậu kiểm ngẫu nhiên hồ sơ và mối quan hệ lợi ích của thành viên độc lập HĐQT. *Ba là,* quy định chế tài đủ mạnh, bao gồm phạt tiền ở mức cao, công khai danh tính doanh nghiệp vi phạm, thậm chí đình chỉ niêm yết trong trường hợp tái phạm nghiêm trọng. Những biện pháp này sẽ giúp tăng cường giá trị thực chất cho các quy định hiện có, từ đó nâng cao vai trò giám sát và cân bằng quyền lực trong HĐQT. Pháp luật cũng có thể cân nhắc áp dụng cơ chế "tuân thủ hoặc giải trình", theo đó doanh nghiệp hoặc phải tuân thủ các thông lệ quản trị tốt hoặc phải giải thích công khai lý do không tuân thủ. Đây là cơ chế đã được áp dụng hiệu quả tại nhiều thị trường phát triển như Vương quốc Anh, Singapore và Liên minh châu Âu, giúp gia tăng sức ép thị trường và khuyến khích doanh nghiệp nâng cao chất lượng quản trị.

Việc hoàn thiện nghĩa vụ QTCT theo các định hướng trên sẽ mang lại nhiều tác động tích cực: góp phần giảm thiểu xung đột lợi ích và chi phí đại diện, qua đó nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp; giúp tạo dựng niềm tin và bảo vệ quyền lợi cổ đông, đặc biệt là cổ đông nhỏ vốn dễ bị tổn thương trong các quyết định do nhóm cổ đông chi phối; góp phần đưa khung pháp luật của Việt Nam tiệm cận hơn với các chuẩn mực quốc tế. Đây là nền tảng quan trọng để tăng tính cạnh tranh và hấp dẫn của TTCK Việt Nam trong tiến trình hội nhập toàn cầu.

Thứ tư, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của cổ đông, đặc biệt cổ đông thiểu số và NĐT cá nhân.

Nhằm tăng cường bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT trên cơ sở tôn trọng quyền sở hữu, quyền tự do kinh doanh và các quyền hiến định khác, một trong những nguyên tắc cơ bản của QTCT hiện đại là bảo đảm quyền lợi và đối xử công bằng giữa các cổ đông. Tuy nhiên, tại Việt Nam, cơ chế pháp lý bảo vệ cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số và NĐT cá nhân, vẫn còn nhiều hạn chế. Trên thực tế, nhóm cổ đông này thường gặp khó khăn trong việc tiếp cận thông tin, khởi kiện để bảo vệ quyền lợi khi bị xâm phạm hoặc khi phản đối các quyết định của nhóm cổ đông chi phối. Theo Báo cáo của VLCA 2024, cấu trúc sở hữu tại các DNNY Việt Nam đang thể hiện rõ đặc điểm của mô hình "kiểm soát tập trung" khi nhóm ba cổ đông lớn nhất thường nắm giữ trên

51% số lượng cổ phần có quyền biểu quyết[289], trong khi tỷ lệ cổ đông nhỏ lẻ chiếm phần lớn nhưng lại ít có tiếng nói trong việc giám sát và kiểm soát hoạt động của doanh nghiệp. Điều này khiến nguy cơ xảy ra lạm dụng quyền lực, giao dịch tư lợi và thâu tóm bất lợi đối với cổ đông nhỏ trở nên phổ biến hơn.

Trên cơ sở đó, cần tiếp tục hoàn thiện pháp luật và cơ chế thực thi trên cơ sở cân nhắc những định hướng sau đây:

Một là, xem xét hạ ngưỡng khởi kiện của cổ đông thiểu số xuống mức thấp hơn 10% vốn điều lệ nhằm tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc khởi kiện các hành vi xâm phạm quyền lợi cổ đông. Luật Doanh nghiệp 2020 (sửa đổi, bổ sung 2025) đã hạ ngưỡng từ 10% (trước đây trong Luật Doanh nghiệp 2005 và 2014) xuống còn 05% tổng số cổ phần phổ thông trở lên hoặc một tỷ lệ khác nhỏ hơn theo quy định tại Điều lệ để nhóm cổ đông được thực hiện quyền quản trị quan trọng như yêu cầu triệu tập ĐHĐCĐ hay xem xét, tra cứu, trích lục tài liệu công ty[290]. Đây là bước tiến đáng ghi nhận, nhưng trong thực tế TTCK Việt Nam, tỷ lệ sở hữu tập trung cao vào một số ít cổ đông lớn khiến cổ đông nhỏ lẻ khó có thể "gom" đủ 5% tổng số cổ phần phổ thông để thực hiện quyền. Vì vậy, luật có thể xem xét bổ sung căn cứ khác là dựa trên một số lượng cổ đông tối thiểu cùng liên kết (chẳng hạn 50 cổ đông). Điều này sẽ bảo đảm tính khả thi của quy định, giúp cổ đông nhỏ thực sự có công cụ để giám sát và tác động đến QTCT. Cách tiếp cận này vừa phản ánh đúng thực tiễn cơ cấu sở hữu tập trung tại Việt Nam, vừa tiệm cận thông lệ quốc tế, tạo điều kiện thuận lợi hơn cho cổ đông thiểu số khởi kiện các hành vi xâm phạm quyền lợi, qua đó tăng cường cơ chế cân bằng quyền lực trong QTCT và củng cố lòng tin của NĐT cá nhân trên TTCK.

Hai là, nghiên cứu bổ sung quy định tại LCK về cơ chế khởi kiện tập thể (class action) trong lĩnh vực chứng khoán để tăng cường bảo vệ cổ đông nhỏ và nâng cao hiệu quả thực thi pháp luật. Hiện nay, pháp luật Việt Nam chưa ghi nhận cơ chế khởi kiện tập thể đúng nghĩa trong lĩnh vực chứng khoán. Bộ luật Tố tụng dân sự 2015 chỉ quy định về đồng nguyên đơn hoặc ủy quyền đại diện nhưng không thiết lập cơ chế pháp lý cho việc một hoặc một nhóm cổ đông đại diện toàn bộ nhóm cổ đông có cùng quyền lợi để khởi kiện, như mô hình class action tại các quốc gia theo thông luật. Trong khi đó, cổ đông nhỏ tại Việt Nam chiếm tỷ lệ lớn về số lượng nhưng lại gặp nhiều rào cản trong việc tiếp cận công lý do chi phí kiện tụng cao, quy trình phức tạp và khả năng đối trọng yếu hơn so với tổ chức niêm yết hoặc cổ đông lớn.

Kinh nghiệm quốc tế cho thấy khởi kiện tập thể là một công cụ pháp lý quan trọng nhằm bảo vệ NĐT. Tại Hoa Kỳ, quy định này đã trở thành một cơ chế nền tảng giúp cổ đông khởi kiện các hành vi gian lận thông tin, thao túng thị trường hoặc vi phạm nghĩa vụ ủy thác[291]. Việc nghiên cứu bổ sung cơ chế khởi kiện tập thể sẽ giúp cổ đông nhỏ có thể tập hợp quyền lực để bảo vệ lợi ích chung, giảm thiểu chi phí tố tụng và tăng tính

---

[289] Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2024), *Tlđd*, Tr. 33.
[290] Xem thêm: khoản 2 Điều 115 Luật Doanh nghiệp năm 2020 (sửa đổi, bổ sung 2025).
[291] Stanford Law School, *Securities Class Action Clearinghouse*, https://securities.stanford.edu, truy cập ngày 18/11/2025.

răn đe đối với hành vi vi phạm. Đây cũng là tín hiệu chính sách thể hiện cam kết cải cách hệ thống pháp luật theo hướng công bằng, minh bạch và hiệu quả hơn. Tuy nhiên, cần nhìn nhận rằng cơ chế khởi kiện tập thể là một cải cách pháp lý lớn, liên quan đến nhiều vấn đề phức tạp như xác định tư cách đại diện tố tụng, phạm vi nhóm NĐT bị thiệt hại, phương pháp chứng minh và lượng hóa thiệt hại, chi phí luật sư, cơ chế hòa giải cũng như nguy cơ lạm dụng kiện tụng để gây áp lực đối với doanh nghiệp hoặc làm gia tăng chi phí tuân thủ của DNNY. Vì vậy, trong ngắn hạn, Việt Nam có thể nghiên cứu áp dụng các cơ chế trung gian như kiện đại diện hoặc cơ chế bảo vệ tập thể NĐT thông qua các tổ chức đại diện. Trên cơ sở tổng kết thực tiễn áp dụng các cơ chế này, về dài hạn, pháp luật chứng khoán và pháp luật tố tụng dân sự có thể từng bước xây dựng một cơ chế khởi kiện tập thể hoàn chỉnh, phù hợp với đặc thù của TTCK Việt Nam và bảo đảm cân bằng giữa bảo vệ NĐT với kiểm soát nguy cơ lạm dụng kiện tụng. Trong tương lai, cải cách này sẽ góp phần củng cố lòng tin của NĐT và nâng cao sức hấp dẫn của TTCK Việt Nam trong mắt NĐT quốc tế.

Thứ tư, bổ sung nghĩa vụ về phát triển bền vững và CBTT ESG.

Xu hướng toàn cầu hiện nay coi phát triển bền vững là chuẩn mực không thể thiếu trong lĩnh vực tài chính. Tại Việt Nam, khung pháp lý chính điều chỉnh nghĩa vụ này trong lĩnh vực chứng khoán là Luật Doanh nghiệp 2020 (sửa đổi, bổ sung 2025), Luật Đầu tư 2025 và LCK năm 2019 (sửa đổi, bổ sung 2024). Theo đó, Bộ Tài chính cũng đã ban hành hướng dẫn thực hiện báo cáo ESG, bao gồm các Thông tư số 96/2020/TT-BTC hướng dẫn CBTT trên TTCK (được sửa đổi, bổ sung bởi Thông tư 08/2026/TT-BTC) và Thông tư số 116/2020/TT-BTC hướng dẫn một số điều về QTCT áp dụng đối với CTĐC… yêu cầu các CTĐC công bố kết quả thực hiện ESG trong báo cáo thường niên. Đồng thời, Việt Nam cũng đang từng bước thực hiện theo Sáng kiến SGDCK bền vững (Sustainable Stock Exchanges Initiative - SSE) được thành lập vào năm 2009. Theo khung hoạt động của SSE, UBCKNN đã thực hiện một số nội dung: Thực hiện đào tạo về các yếu tố xã hội, môi trường và quản trị (ESG) trong QTCT. Với các định hướng và hướng dẫn thiết thực của UBCKNN và các SGDCK, các CTNY đang có xu hướng dần đưa ESG vào định hướng kinh doanh và quản trị doanh nghiệp. Theo khảo sát của PricewaterhouseCoopers năm 2023, 44% doanh nghiệp Việt Nam đã triển khai một số nội dung ESG ở mức độ nhất định, trong khi 80% doanh nghiệp đã xây dựng kế hoạch nhằm xác định và thực hiện các cam kết ESG; đồng thời, 36% doanh nghiệp đang trong giai đoạn hoạch định lộ trình ESG cho giai đoạn 2 đến 4 năm tiếp theo. Đáng chú ý, có tới 96% DNNY coi ESG là một trong những mục tiêu phát triển bền vững cốt lõi, đóng vai trò định hướng cho chiến lược dài hạn, với tỷ lệ doanh nghiệp thiết lập mục tiêu ESG ngắn hạn và trung hạn lần lượt đạt 84% và 70%. Tuy nhiên, thực tiễn triển khai vẫn cho thấy những hạn chế đáng kể khi chỉ 8% DNNY công bố mục tiêu giảm phát thải và mới có khoảng 35% doanh nghiệp thực sự thực hiện các cam kết và kế hoạch ESG đã đề ra. Bên cạnh đó, việc lập báo cáo phát triển bền vững riêng biệt vẫn chưa phổ biến và chưa mang tính bắt buộc, mức độ công khai, minh bạch còn hạn chế; các mục tiêu ESG trong

nhiều trường hợp còn mang tính khái quát, làm gia tăng nguy cơ xuất hiện hiện tượng "Green washing"[292].

Để tiếp tục tăng cường việc thực hiện nghĩa vụ về phát triển bền vững và CBTT ESG đối với các CTNY, pháp luật cần được hoàn thiện theo ba hướng. Một là, bổ sung nghĩa vụ pháp lý về công bố báo cáo phát triển bền vững đối với các DNNY quy mô lớn các lĩnh vực có ảnh hưởng lớn đến môi trường và xã hội. Hai là, yêu cầu doanh nghiệp áp dụng chuẩn mực công bố quốc tế như Global Reporting Initiative (GRI)[293], International Sustainability Standards Board (ISSB)[294], bảo đảm tính so sánh và minh bạch ở tầm quốc tế. Ba là, gắn nghĩa vụ CBTT ESG với cơ chế giám sát và chế tài đủ mạnh, chẳng hạn buộc DNNY công bố chi tiết mục tiêu định lượng về phát thải khí nhà kính, quản trị rủi ro biến đổi khí hậu, đồng thời áp dụng cơ chế công khai danh sách doanh nghiệp không tuân thủ. Việc bổ sung nghĩa vụ CBTT ESG tại Việt Nam đối với DNNY không chỉ giúp thị trường tiệm cận với chuẩn mực quốc tế mà còn trực tiếp phục vụ mục tiêu chính thức nâng hạng, tăng cường thu hút đầu tư nước ngoài, đồng thời khuyến khích doanh nghiệp phát triển bền vững và nâng cao trách nhiệm xã hội.

3.2.5. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về hủy bỏ niêm yết cổ phiếu và đăng ký niêm yết lại

Từ thực trạng hủy bỏ NYCP trong giai đoạn 2020-2024, có thể thấy cơ chế hủy bỏ niêm yết tại Việt Nam đang ngày càng thể hiện rõ vai trò là công cụ thanh lọc và bảo đảm kỷ luật thị trường. Tuy nhiên, số lượng cổ phiếu bị hủy bỏ niêm yết duy trì ở mức cao, trong đó tập trung vào các nguyên nhân về suy giảm năng lực tài chính, thiếu minh bạch báo cáo tài chính, vi phạm nghĩa vụ CBTT và QTCT, cho thấy pháp luật cần tiếp tục hoàn thiện theo hướng không chỉ xử lý hậu quả mà còn cần nâng cao khả năng cảnh báo sớm, bảo vệ NĐT và tạo cơ chế quay lại thị trường có kiểm soát đối với doanh nghiệp đã khắc phục vi phạm.

Thứ nhất, hoàn thiện cơ chế hủy bỏ NYCP theo hướng phân nhóm rủi ro và tăng cường cảnh báo sớm trước khi áp dụng biện pháp hủy niêm yết bắt buộc. Thực tiễn cho thấy nguyên nhân hủy niêm yết không đồng nhất, có trường hợp xuất phát từ suy giảm tài chính kéo dài, có trường hợp do báo cáo tài chính không đáng tin cậy, cũng có trường hợp do vi phạm nghĩa vụ CBTT và QTCT có tính hệ thống. Vì vậy, LCK và Nghị định hướng dẫn cần phân hóa rõ hơn các căn cứ hủy niêm yết theo mức độ rủi ro và khả năng khắc phục. Đối với doanh nghiệp thua lỗ, âm vốn chủ sở hữu hoặc lỗ lũy kế vượt vốn

---

[292] Cấn Văn Lực và Nhóm tác giả Viện Đào tạo và Nghiên cứu BIDV (2024), "TTCK xanh và vấn đề đặt ra đối với Việt Nam hiện nay", *Tạp chí Kinh tế - Tài chính*, https://tapchikinhtetaichinh.vn/thi-truong-chung-khoan-xanh-va-van-de-dat-ra-doi-voi-viet-nam-hien-nay.html, truy cập ngày 18/11/2025.

[293] Sáng kiến Báo cáo Toàn cầu (GRI) là một tổ chức dựa trên mạng lưới đã đi tiên phong trong việc phát triển khuôn khổ báo cáo phát triển bền vững và cam kết cải tiến và áp dụng liên tục khuôn khổ này trên toàn thế giới. Xem thêm: https://earthcharter.org/partners/global-reporting-initiative.

[294] Ủy ban Tiêu chuẩn Bền vững Quốc tế (ISSB) được thành lập trực thuộc IFRS Foundation nhằm xây dựng chuẩn mực CBTT bền vững gắn với tài chính.
Xem thêm: https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/.

điều lệ, cần gắn các mức cảnh báo, kiểm soát, hạn chế giao dịch với yêu cầu công bố kế hoạch khắc phục tài chính, tái cấu trúc nợ hoặc cải thiện vốn chủ sở hữu. Đối với trường hợp báo cáo tài chính bị kiểm toán từ chối đưa ra ý kiến hoặc không bảo đảm độ tin cậy, cần áp dụng cơ chế giám sát đặc biệt, yêu cầu giải trình nguyên nhân, xác định trách nhiệm quản trị và công bố thời hạn khắc phục. Đối với vi phạm CBTT, QTCT kéo dài, cần chuyển từ xử lý từng hành vi riêng lẻ sang đánh giá lịch sử tuân thủ của doanh nghiệp. Cách tiếp cận này giúp hủy niêm yết trở thành điểm cuối của một quá trình giám sát có cảnh báo thay vì chỉ là biện pháp xử lý sau khi rủi ro đã trở nên nghiêm trọng.

Thứ hai, bổ sung vào LCK cơ chế bảo vệ NĐT và bảo đảm minh bạch trong giai đoạn trước, trong và sau khi hủy niêm yết. Hủy niêm yết là công cụ kỷ luật thị trường cần thiết song cũng có thể gây tác động đáng kể đến cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số và NĐT cá nhân, do thanh khoản suy giảm và khả năng tiếp cận thông tin bị hạn chế. Vì vậy, LCK và Nghị định hướng dẫn cần quy định rõ hơn nghĩa vụ của doanh nghiệp trong quá trình hủy niêm yết, bao gồm công bố đầy đủ lý do hủy niêm yết, thời điểm hủy niêm yết, phương án xử lý quyền lợi cổ đông, thị trường giao dịch tiếp theo và nghĩa vụ CBTT trong giai đoạn chuyển tiếp. Đối với hủy niêm yết tự nguyện, Nghị định cần tiếp tục bảo đảm cơ chế biểu quyết có sự tham gia thực chất của cổ đông không phải cổ đông lớn, đồng thời làm rõ nội dung tối thiểu của phương án bảo vệ cổ đông (như cơ chế mua lại cổ phiếu, chuyển giao dịch sang UPCoM hoặc cam kết duy trì CBTT trong một thời hạn nhất định...). Đối với hủy niêm yết bắt buộc, Nghị định cần quy định rõ trách nhiệm tiếp tục CBTT của doanh nghiệp nếu vẫn là công ty đại chúng hoặc tiếp tục giao dịch trên UPCoM, nhằm tránh tình trạng NĐT bị đặt vào trạng thái thiếu thông tin sau khi cổ phiếu rời sàn niêm yết.

Thứ ba, hoàn thiện quy định về đăng ký niêm yết lại theo hướng coi đây là cơ chế phục hồi có điều kiện mà không phải thủ tục quay lại thị trường một cách hình thức. Thực tiễn, nhiều doanh nghiệp sau khi bị hủy niêm yết và chuyển sang giao dịch trên UPCoM đã thực hiện tái cấu trúc hoạt động và có khả năng quay lại thị trường niêm yết. Vì vậy, Nghị định cần thiết kế cơ chế đăng ký niêm yết lại để vừa tạo cơ hội cho doanh nghiệp phục hồi, vừa bảo đảm tiêu chuẩn cao hơn về tài chính, minh bạch và QTCT. Theo đó, doanh nghiệp đăng ký niêm yết lại cần chứng minh đã khắc phục toàn bộ nguyên nhân dẫn đến hủy niêm yết; không có vi phạm nghiêm trọng về CBTT trong một khoảng thời gian nhất định; báo cáo tài chính được kiểm toán với ý kiến chấp nhận toàn phần hoặc không còn ý kiến ngoại trừ trọng yếu; có phương án cải thiện QTCT, kiểm soát nội bộ và quản trị rủi ro; đồng thời công bố đầy đủ quá trình khắc phục cho NĐT. Quy định như vậy sẽ giúp niêm yết lại trở thành cơ chế xác nhận sự phục hồi thực chất của doanh nghiệp, góp phần bảo đảm kỷ luật thị trường nhưng không triệt tiêu cơ hội quay lại thị trường của các doanh nghiệp có khả năng cải thiện.

3.2.6. Kiến nghị hoàn thiện pháp luật về quản lý niêm yết cổ phiếu

Thứ nhất, hoàn thiện khuôn khổ pháp lý theo hướng xác lập rõ vị trí pháp lý, chức

năng và mức độ độc lập của SGDCK Việt Nam với tư cách là chủ thể tổ chức và giám sát tuân thủ hoạt động NYCP, bảo đảm tính khách quan và trách nhiệm giải trình trong vận hành thị trường.

Theo thông lệ quốc tế, SGDCK không phải là cơ quan quản lý nhà nước theo nghĩa hẹp mà là một thiết chế hoạt động độc lập tương đối với cơ quan quản lý nhà nước, đồng thời chịu trách nhiệm giải trình cao trước thị trường và công chúng đầu tư. Tại Việt Nam, mô hình SGDCK Việt Nam mang tính đặc thù khi được tổ chức dưới hình thức DNNN, trực thuộc Bộ Tài chính, với cơ cấu sở hữu và quản trị mang đậm dấu ấn hành chính. Trong khi UBCKNN là cơ quan quản lý nhà nước chuyên ngành về chứng khoán và TTCK thì SGDCK Việt Nam vừa thực hiện chức năng tổ chức thị trường, vừa được giao một số nhiệm vụ giám sát tuân thủ đối với NYCP. Sự đan xen này, về mặt thực tiễn, đã làm mờ ranh giới giữa chức năng quản lý nhà nước và chức năng tổ chức - vận hành thị trường, dẫn đến nguy cơ làm suy giảm tính độc lập, khách quan của SGDCK trong quá trình thực thi nhiệm vụ, đặc biệt trong các tình huống liên quan đến NYCP có yếu tố sở hữu nhà nước hoặc chịu ảnh hưởng từ chính sách. Thực tiễn thời gian qua cho thấy, mặc dù SGDCK Việt Nam đã từng bước nâng cao vai trò trong giám sát tuân thủ nghĩa vụ niêm yết nhưng mức độ chủ động và độc lập trong việc áp dụng các biện pháp quản lý thị trường vẫn còn hạn chế, phần nào do phụ thuộc vào cơ chế phê duyệt, chỉ đạo hành chính từ cơ quan chủ quản. Điều này không chỉ làm giảm hiệu quả giám sát theo thời gian thực mà còn ảnh hưởng đến niềm tin của NĐT về tính trung lập và minh bạch của thiết chế tổ chức thị trường.

Từ thực tiễn đó, việc hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cần tập trung vào việc xác lập rõ vị trí pháp lý của SGDCK Việt Nam với tư cách là chủ thể tổ chức và vận hành TTCK, có chức năng giám sát tuân thủ mang tính kỹ thuật - nghiệp vụ, hoạt động trên cơ sở các quy tắc thị trường và chuẩn mực nghề nghiệp. Theo hướng này, pháp luật cần xác lập rõ ranh giới giữa giám sát mang tính quản lý nhà nước và giám sát mang tính thị trường, trong đó thẩm quyền của SGDCK dừng lại ở việc theo dõi, phát hiện, cảnh báo sớm và yêu cầu tổ chức niêm yết khắc phục các vi phạm về điều kiện NYCP và nghĩa vụ của tổ chức niêm yết; còn thẩm quyền thanh tra, xử lý vi phạm hành chính và áp dụng chế tài mang tính cưỡng chế vẫn thuộc về UBCKNN và các cơ quan nhà nước có thẩm quyền theo quy định của pháp luật. Việc phân định rạch ròi như vậy không chỉ góp phần khắc phục tình trạng chồng lấn chức năng mà còn tạo điều kiện giảm thiểu sự can thiệp vi mô mang tính hành chính vào hoạt động giám sát thường xuyên của SGDCK. Trên cơ sở đó, SGDCK cần được trao quyền chủ động lớn hơn trong việc xây dựng và ban hành các quy chế nghiệp vụ, tổ chức hệ thống giám sát giao dịch và NYCP theo thời gian thực cũng như áp dụng các biện pháp quản lý thị trường mang tính kỹ thuật phù hợp với mức độ rủi ro. Cách tiếp cận này giúp chuyển trọng tâm từ mô hình giám sát dựa trên can thiệp hành chính sang mô hình giám sát dựa trên nguyên tắc, dữ liệu và cơ chế thị trường, phù hợp với thông lệ quốc tế và yêu cầu phát triển của TTCK hiện đại.

Song song với việc mở rộng không gian độc lập về chức năng, pháp luật cũng cần tăng cường trách nhiệm giải trình của SGDCK như một điều kiện bắt buộc để bảo đảm tính minh bạch và liêm chính trong vận hành thị trường. Theo đó, cần quy định nghĩa vụ công bố định kỳ các báo cáo về hoạt động giám sát NYCP, tiêu chí áp dụng các biện pháp cảnh báo, kiểm soát và kết quả thực hiện cũng như thiết lập cơ chế giải trình đối với các quyết định có ảnh hưởng đáng kể đến quyền và lợi ích của tổ chức niêm yết và NĐT. Việc kết hợp hài hòa giữa giảm can thiệp vi mô từ phía cơ quan quản lý nhà nước và tăng cường trách nhiệm giải trình của SGDCK sẽ góp phần nâng cao hiệu quả giám sát, củng cố niềm tin thị trường và tạo nền tảng thể chế vững chắc cho sự phát triển minh bạch, bền vững của thị trường CPNY.

Thứ hai, hoàn thiện khuôn khổ pháp lý theo hướng tăng cường tính độc lập chức năng, năng lực điều tiết và trách nhiệm giải trình của UBCKNN trong hoạt động quản lý, giám sát TTCK, phù hợp với đặc thù cơ cấu sở hữu và mức độ can thiệp của Nhà nước đối với NYCP.

Trong mô hình quản lý TTCK hiện đại, cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK giữ vai trò trung tâm trong việc thiết lập khuôn khổ pháp lý, giám sát thị trường và bảo vệ NĐT. Để thực hiện hiệu quả chức năng này, yêu cầu cốt lõi đặt ra là cơ quan quản lý phải có mức độ độc lập chức năng đủ lớn, năng lực điều tiết tương xứng với độ phức tạp của thị trường và cơ chế trách nhiệm giải trình rõ ràng trước Nhà nước và công chúng. Tại Việt Nam, UBCKNN là cơ quan quản lý nhà nước chuyên ngành về chứng khoán và TTCK, chịu trách nhiệm quản lý, giám sát toàn bộ hoạt động của thị trường. Tuy nhiên hiện nay, UBCKNN vẫn là đơn vị trực thuộc Bộ Tài chính với mức độ tự chủ còn tương đối hạn chế về tài chính, tổ chức và nhân sự. Sự phụ thuộc này, xét trên phương diện thực tiễn, có thể làm giảm tính linh hoạt và chủ động của UBCKNN trong việc phản ứng chính sách, triển khai giám sát theo thời gian thực và xử lý các vấn đề phức tạp phát sinh trên thị trường.

Trong khi đó, đặc thù nổi bật của TTCK Việt Nam là cơ cấu CTNY có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao, trong đó không ít doanh nghiệp giữ vai trò quan trọng trong các ngành, lĩnh vực then chốt của nền kinh tế. Các CTNY này vừa chịu sự điều chỉnh của pháp luật về chứng khoán, vừa chịu tác động mạnh từ các mục tiêu, định hướng phát triển kinh tế - xã hội của Nhà nước. Do vậy, nếu UBCKNN không được bảo đảm đầy đủ tính độc lập thực chất cả về chức năng và thẩm quyền điều tiết tương xứng, nguy cơ xung đột giữa yêu cầu kỷ luật thị trường và mục tiêu chính sách là điều khó tránh khỏi. Hệ quả là hiệu quả giám sát có thể bị suy giảm, tạo ra khoảng trống cho các hành vi gian lận, thao túng giá hoặc CBTT sai lệch, làm tổn hại đến tính công bằng và hiệu quả của TTCK.

Việc tăng cường tính độc lập của UBCKNN không nhất thiết đồng nghĩa với việc thay đổi vị trí pháp lý hay địa vị hành chính của cơ quan này mà trước hết cần tập trung vào mức độ độc lập trong thực hiện chức năng, nhiệm vụ chuyên môn. Theo đó, pháp luật cần làm rõ và mở rộng thẩm quyền chủ động của UBCKNN trong ban hành các quy

định kỹ thuật, chuẩn mực giám sát, tổ chức thanh tra, kiểm tra cũng như trong việc sử dụng các công cụ giám sát hiện đại một cách độc tương đối. Song song với đó, cần tăng cường năng lực điều tiết của UBCKNN thông qua việc hoàn thiện cơ chế tài chính phục vụ hoạt động giám sát chuyên sâu, đầu tư cho hạ tầng công nghệ, dữ liệu và nguồn nhân lực chất lượng cao. Trong bối cảnh TTCK ngày càng phát triển theo chiều sâu và gắn với các dòng vốn xuyên biên giới, năng lực phân tích, dự báo và giám sát chủ động của cơ quan quản lý đóng vai trò quyết định đối với sự ổn định và bền vững của thị trường. Cuối cùng, việc mở rộng không gian độc lập chức năng của UBCKNN cần đi kèm với cơ chế trách nhiệm giải trình rõ ràng và minh bạch. Pháp luật nên quy định nghĩa vụ công bố định kỳ các báo cáo giám sát thị trường, đánh giá rủi ro hệ thống và kết quả thực thi chính sách, qua đó bảo đảm UBCKNN vừa có đủ thẩm quyền để hành động, vừa chịu sự giám sát xã hội một cách phù hợp và thực chất. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý theo hướng này sẽ góp phần nâng cao hiệu quả quản lý, củng cố niềm tin thị trường và tạo nền tảng vững chắc cho TTCK Việt Nam trong giai đoạn hội nhập sau khi chính thức nâng hạng sắp tới.

Thứ ba, hoàn thiện quy định về xử lý vi phạm pháp luật về NYCP.

Giải pháp này cần tập trung vào những vấn đề cụ thể như sau:

Một là, Nghị định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán cần nâng mức xử phạt đối với các hành vi vi phạm pháp luật về NYCP theo hướng tương xứng với tính trái pháp luật/mức độ nguy hiểm của hành vi và thiệt hại gây ra cho thị trường. Thực tiễn cho thấy, nhiều hành vi vi phạm trong lĩnh vực NYCP có thể gây thiệt hại rất lớn cho NĐT và làm xói mòn niềm tin thị trường. Tuy nhiên, mức xử phạt hành chính hiện hành trong một số trường hợp vẫn chưa tương xứng với lợi ích bất hợp pháp thu được, làm suy giảm tác dụng răn đe của pháp luật. Do đó, cần nghiên cứu nâng mức xử phạt tiền đối với các hành vi vi phạm nghiêm trọng, đồng thời mở rộng phạm vi áp dụng chế tài hình sự đối với những hành vi có tính chất gian lận có hệ thống, gây hậu quả lớn. Việc tăng nặng chế tài không nhằm hình sự hóa tràn lan các quan hệ dân sự, kinh tế mà nhằm thiết lập chuẩn mực tuân thủ cao hơn, phù hợp với mức độ phát triển và độ phức tạp ngày càng tăng của TTCK.

Hai là, bổ sung các quy định chuyên biệt trong LCK làm căn cứ trực tiếp cho NĐT khởi kiện dân sự để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp khi bị thiệt hại do hành vi vi phạm pháp luật về NYCP. Một hạn chế lớn của pháp luật hiện hành là NĐT gặp nhiều khó khăn trong việc khởi kiện yêu cầu bồi thường thiệt hại, do khó chứng minh mối quan hệ nhân quả giữa hành vi vi phạm và thiệt hại thực tế phát sinh. Do vậy, pháp luật cần thiết lập các căn cứ pháp lý rõ ràng hơn, theo đó xác định một số hành vi vi phạm điển hình (như CBTT sai lệch, thao túng giá, giao dịch nội gián) là căn cứ suy đoán về lỗi và thiệt hại, qua đó giảm gánh nặng chứng minh cho NĐT. Cách tiếp cận này vừa bảo đảm tính công bằng trong tố tụng, vừa khuyến khích NĐT sử dụng công cụ pháp lý để tự bảo vệ quyền lợi thay vì chỉ trông chờ vào biện pháp xử lý hành chính của cơ quan quản lý.

Ba là, ban hành các quy định cụ thể về phương pháp xác định và tính toán mức bồi thường thiệt hại trong lĩnh vực chứng khoán. Đặc thù của thiệt hại trong TTCK là mang tính gián tiếp, lan tỏa và chịu tác động của nhiều yếu tố thị trường, khiến việc định lượng thiệt hại trở nên cực kỳ phức tạp. Trong khi đó, pháp luật Việt Nam hiện mới dừng lại ở các nguyên tắc chung của Bộ luật Dân sự về bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng, chưa có hướng dẫn chuyên biệt cho lĩnh vực chứng khoán. Điều này dễ dẫn đến sự thiếu nhất quán trong thực tiễn xét xử và làm giảm khả năng dự đoán pháp lý của các chủ thể thị trường. Vì vậy, cần nghiên cứu xây dựng các phương pháp định giá thiệt hại phù hợp với đặc thù NYCP, chẳng hạn dựa trên chênh lệch giá chứng khoán trước và sau thời điểm CBTT sai lệch hoặc thời gian xảy ra hành vi thao túng. Việc làm rõ cơ chế bồi thường có ý nghĩa đặc biệt quan trọng bởi động cơ cốt lõi của NĐT tham gia thị trường CPNY chính là tìm kiếm lợi ích kinh tế; nếu thiệt hại không được bù đắp thỏa đáng, niềm tin của NĐT vào thị trường sẽ khó được củng cố bền vững.

3.3. Giải pháp nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam

3.3.1. Giải pháp đối với cơ quan quản lý nhà nước

Sự kiện FTSE Russell công bố TTCK Việt Nam đã đáp ứng đầy đủ các tiêu chí và được nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi thứ cấp, với thời điểm chính thức có hiệu lực dự kiến vào đầu tháng 9/2026 đánh dấu một bước ngoặt quan trọng trong tiến trình phát triển và hội nhập của thị trường vốn Việt Nam, phản ánh những cải thiện đáng kể về khuôn khổ pháp lý, hạ tầng thị trường và mức độ minh bạch. Đồng thời, việc được nâng hạng cũng đặt ra những yêu cầu cao hơn đối với hiệu quả thực thi pháp luật về NYCP - lĩnh vực giữ vai trò trung tâm trong việc bảo đảm chất lượng hàng hóa và kỷ luật thị trường.

Chính vì thế, các giải pháp nâng cao năng lực điều hành, giám sát và thực thi pháp luật của cơ quan quản lý nhà nước trở thành điều kiện then chốt nhằm hỗ trợ DNNY huy động vốn hiệu quả, củng cố niềm tin của NĐT và phát huy vai trò của thị trường vốn trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững. Những giải pháp quan trọng bao gồm:

Thứ nhất, tăng cường năng lực quản lý, giám sát, thanh tra, kiểm tra và xử lý vi phạm của UBCKNN. Trong bối cảnh quy mô TTCK Việt Nam ngày càng mở rộng, số lượng CTNY và giao dịch ngày càng lớn, yêu cầu đặt ra là phải củng cố cả về nguồn nhân lực chuyên môn cao lẫn hạ tầng công nghệ phục vụ giám sát. UBCKNN cần được tăng cường đội ngũ cán bộ có chuyên môn sâu về tài chính, chứng khoán, công nghệ thông tin và điều tra tài chính, đồng thời đầu tư nâng cấp hệ thống công nghệ giám sát giao dịch theo thời gian thực, phân tích dữ liệu lớn và phát hiện sớm các dấu hiệu thao túng, giao dịch nội gián. Trong nội bộ ngành, UBCKNN, các SGDCK và VSDC cần xây dựng và triển khai chương trình đào tạo, bồi dưỡng gắn với vị trí việc làm, trong đó chú trọng các kỹ năng vận hành và khai thác hiệu quả các hệ thống quản lý, giám sát tự động, ứng dụng công nghệ số và phân tích dữ liệu lớn trong giám sát thị trường. Đồng thời, cần đa dạng hóa hình thức đào tạo nhằm thích ứng với yêu cầu của cuộc Cách mạng

công nghiệp 4.0. Bên cạnh nâng cao chuyên môn, việc phát triển năng lực phân tích, đánh giá và dự báo diễn biến TTCK và nền kinh tế vĩ mô là yêu cầu quan trọng, gắn với chính sách thu hút, đãi ngộ và phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao, có đạo đức nghề nghiệp và bản lĩnh trong thực thi nhiệm vụ. Cùng với đó, việc đẩy mạnh phối hợp trong nội ngành tài chính và phối hợp liên ngành giữa Bộ Tài chính với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Bộ Công an có ý nghĩa then chốt nhằm hình thành cơ chế giám sát tổng thể, hạn chế tình trạng phân mảnh thông tin, qua đó nâng cao hiệu quả phòng ngừa, phát hiện và xử lý vi phạm, bảo đảm an ninh, an toàn cho toàn bộ hệ thống tài chính - tiền tệ.

Thứ hai, tăng cường công cụ điều tra chuyên sâu, nâng cao năng lực giám sát công nghệ cao và mở rộng hợp tác quốc tế. Thực tiễn cho thấy, các hành vi vi phạm pháp luật về chứng khoán ngày càng tinh vi, thường gắn với giao dịch chéo, sử dụng tài khoản trung gian hoặc yếu tố xuyên biên giới. Do đó, bên cạnh các biện pháp thanh tra truyền thống, cơ quan quản lý cần phát triển các công cụ điều tra chuyên sâu, kết hợp giữa phân tích dữ liệu giao dịch, dòng tiền và thông tin công bố. Đồng thời, việc tăng cường hợp tác quốc tế với các cơ quan quản lý chứng khoán nước ngoài, tổ chức quốc tế như IOSCO thông qua cơ chế chia sẻ thông tin, hỗ trợ điều tra là giải pháp cần thiết để xử lý hiệu quả các hành vi vi phạm có yếu tố nước ngoài, phù hợp với xu hướng toàn cầu hóa của TTCK.

Thứ ba, nâng cao tính minh bạch và chất lượng hàng hóa niêm yết trên TTCK. Giải pháp này cần được triển khai toàn diện từ khâu tiền niêm yết đến duy trì niêm yết. Trước hết, cần thực hiện phân loại CPNY và cổ phiếu ĐKGD dựa trên quy mô, chất lượng và mức độ tuân thủ, đồng thời từng bước nâng cao điều kiện niêm yết và điều kiện duy trì niêm yết nhằm sàng lọc doanh nghiệp yếu kém. Song song đó, UBCKNN và các SGDCK cần thẩm định, giám sát chặt chẽ hoạt động phát hành chứng khoán, kiểm tra việc sử dụng vốn đúng mục đích, tăng cường thanh tra việc CBTT và xử lý nghiêm các trường hợp vi phạm hoặc không tuân thủ nghĩa vụ niêm yết/ĐKGD.

Đặc biệt, cần chú trọng nâng cao chất lượng báo cáo tài chính và dịch vụ kế toán - kiểm toán thông qua việc tăng cường kiểm tra các doanh nghiệp kiểm toán, kiểm toán viên; xử lý nghiêm các hành vi vi phạm trong kiểm toán DNNY. Trên cơ sở tiếp cận thông lệ quốc tế, việc triển khai lộ trình áp dụng chuẩn mực kế toán và báo cáo tài chính quốc tế (IAS/IFRS) là giải pháp quan trọng nhằm nâng cao tính minh bạch, khả năng so sánh và độ tin cậy của thông tin cung cấp cho NĐT. Bên cạnh đó, cần hiện đại hóa hệ thống CBTT, khuyến khích công bố bằng tiếng Anh, nâng cao chất lượng báo cáo thường niên theo hướng tích hợp các yếu tố QTCT và phát triển bền vững, đồng thời tăng cường vai trò giám sát của các SGDCK trong việc bảo đảm kỷ luật và kỷ cương thị trường.

Thứ tư, thu hút và tạo điều kiện thuận lợi cho NĐT nước ngoài tham gia TTCK Việt Nam. Trong bối cảnh hội nhập tài chính quốc tế ngày càng sâu rộng, việc thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài không chỉ góp phần mở rộng quy mô và chiều sâu

của TTCK mà còn thúc đẩy nâng cao chuẩn mực quản trị, minh bạch và kỷ luật thị trường. Theo đó, cơ quan quản lý nhà nước cần tiếp tục đẩy mạnh cải cách hành chính, đơn giản hóa thủ tục đầu tư, đặc biệt là các thủ tục liên quan đến mở tài khoản, đăng ký mã số giao dịch, chuyển vốn và thực hiện nghĩa vụ báo cáo đối với NĐT nước ngoài. Việc giảm thiểu chi phí tuân thủ và rủi ro pháp lý có ý nghĩa quan trọng trong việc cải thiện môi trường đầu tư và nâng cao sức hấp dẫn của thị trường.

Bên cạnh đó, cần tăng cường tính minh bạch và bảo đảm nguyên tắc đối xử bình đẳng giữa NĐT trong nước và NĐT nước ngoài, nhất là trong tiếp cận thông tin. Việc khuyến khích, tiến tới chuẩn hóa CBTT bằng tiếng Anh đối với CTNY, CTĐC có quy mô lớn không chỉ đáp ứng nhu cầu thông tin của NĐT nước ngoài mà còn góp phần nâng cao chất lượng QTCT và khả năng so sánh quốc tế. Đồng thời, cơ quan quản lý cần chủ động và nhất quán triển khai các giải pháp duy trì và hoàn thiện các tiêu chí nâng hạng TTCK, trong bối cảnh TTCK Việt Nam đã được các tổ chức xếp hạng quốc tế chấp thuận nâng hạng lên thị trường mới nổi và dự kiến chính thức có hiệu lực vào cuối năm 2026. Việc tiếp tục cải thiện chất lượng thể chế, hạ tầng thị trường và mức độ minh bạch không chỉ nhằm bảo đảm quá trình chuyển tiếp diễn ra suôn sẻ, hạn chế rủi ro gián đoạn dòng vốn mà còn góp phần củng cố uy tín, vị thế và sức hấp dẫn dài hạn của TTCK Việt Nam trên bản đồ tài chính toàn cầu.

Thứ năm, nâng cao hiệu quả hoạt động và tính bền vững của TTCK. Trọng tâm của giải pháp này là triển khai hiệu quả mô hình tổ chức và hoạt động của SGDCK Việt Nam và các công ty con, bảo đảm sự phân định hợp lý giữa các thị trường giao dịch chứng khoán trên nguyên tắc không gây xáo trộn, duy trì hoạt động liên tục, an toàn và ổn định của thị trường. Việc tổ chức hợp lý các phân khúc thị trường không chỉ đáp ứng yêu cầu quản lý nhà nước mà còn tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp huy động vốn và cho NĐT thực hiện giao dịch hiệu quả.

Song song với đó, cần áp dụng và thúc đẩy các thông lệ quốc tế về ESG trong hoạt động của các SGDCK và VSDC. Việc này góp phần định hướng thị trường phát triển theo hướng xanh, bền vững và phù hợp với xu thế toàn cầu. Đặc biệt, các SGDCK cần chủ động tham gia các sáng kiến quốc tế, như Sáng kiến SGDCK phát triển bền vững của Liên Hợp Quốc, nhằm nâng cao uy tín, tăng cường hội nhập và thúc đẩy sự phát triển dài hạn của TTCK Việt Nam.

Thứ sáu, hiện đại hóa cơ sở hạ tầng thị trường và tăng cường phối hợp chính sách vĩ mô nhằm bảo đảm vận hành an toàn, hiệu quả TTCK. Trong bối cảnh TTCK Việt Nam phát triển nhanh cả về quy mô và mức độ phức tạp, yêu cầu đặt ra là phải đổi mới toàn diện và đồng bộ hệ thống công nghệ phục vụ giao dịch, đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán. Theo đó, cơ quan quản lý cần thúc đẩy tính tự chủ trong nghiên cứu, lựa chọn và ứng dụng công nghệ thông tin, chủ động triển khai các giải pháp công nghệ phù hợp với điều kiện thị trường và yêu cầu quản lý, giám sát. Song song, cần chú trọng nâng cao năng lực đội ngũ nhân lực công nghệ thông tin, đồng thời tăng cường các biện pháp bảo đảm

an ninh, an toàn hệ thống và an toàn dữ liệu ngành chứng khoán.

Bên cạnh việc tiếp tục hiện đại hóa hệ thống giao dịch và thanh toán, nâng cao khả năng xử lý khối lượng giao dịch lớn và nghiên cứu từng bước ứng dụng các công nghệ mới, việc đẩy mạnh kết nối và trao đổi thông tin điện tử giữa UBCKNN, các SGDCK, VSDC và các thành viên thị trường có ý nghĩa quan trọng trong nâng cao hiệu quả quản lý và giám sát. Đồng thời, để hạn chế rủi ro hệ thống và bảo đảm ổn định thị trường, cần tăng cường phối hợp chặt chẽ giữa chính sách tài khóa, tiền tệ và các chính sách vĩ mô khác, đặc biệt thông qua cơ chế phối hợp giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước trong trao đổi thông tin, giám sát dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài và hoạt động của các tổ chức tín dụng trên TTCK. Trên cơ sở đó, việc rà soát, hoàn thiện các quy định về cấp phép nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho tổ chức tín dụng tham gia thị trường cơ sở và phái sinh sẽ góp phần nâng cao hiệu quả, an toàn và tính bền vững của TTCK Việt Nam.

Cùng với đó, cần xây dựng quy trình giám sát hậu kiểm hiệu quả thay vì siết chặt quá mức điều kiện tiền kiểm. Trong thực tiễn, các thị trường phát triển đều đang chuyển dần từ cơ chế "tiền kiểm tập trung" sang "hậu kiểm dựa trên rủi ro" (risk-based supervision), kết hợp giữa công nghệ giám sát và cơ chế cưỡng chế linh hoạt nhằm nâng cao hiệu quả thực thi mà không cản trở khả năng đổi mới. Theo OECD[295], các lĩnh vực pháp lý về thị trường vốn cần sử dụng công nghệ số, giải pháp số để nâng cao hiệu quả và hiệu suất của các quy trình giám sát và thực thi, giảm bớt gánh nặng quản lý, giảm chi phí tuân thủ và nâng cao năng lực quản lý rủi ro, qua đó vừa tiết kiệm chi phí hành chính, vừa tạo môi trường thuận lợi cho doanh nghiệp và NĐT nước ngoài. Song bên cạnh đó, OECD cũng đồng thời nhấn mạnh *"Khi trí tuệ nhân tạo và việc ra quyết định bằng thuật toán được sử dụng trong các quy trình giám sát, điều quan trọng là phải duy trì yếu tố con người để giảm thiểu rủi ro khi kết hợp các sai lệch hiện có vào các mô hình thuật toán và rủi ro từ việc quá phụ thuộc vào các mô hình và công nghệ kỹ thuật số. Đồng thời, các cơ quan quản lý ở hầu hết các khu vực pháp lý đều ủng hộ giá trị của một phương pháp tiếp cận trung lập về công nghệ, không cản trở sự đổi mới và việc áp dụng các giải pháp công nghệ thay thế. Khi công nghệ phát triển và có thể giúp củng cố các hoạt động quản trị doanh nghiệp, khuôn khổ pháp lý có thể cần được xem xét và điều chỉnh để tạo điều kiện thuận lợi cho việc sử dụng chúng"*[296].

Thứ bảy, tăng cường và chủ động hội nhập quốc tế trong lĩnh vực chứng khoán. Trong bối cảnh TTCK Việt Nam ngày càng gắn kết chặt chẽ với thị trường tài chính khu vực và toàn cầu, cơ quan quản lý nhà nước cần chủ động hài hòa hóa khuôn khổ pháp lý theo hướng tiệm cận các chuẩn mực chung của khu vực và thế giới, nhất là các chuẩn mực về QTCT, CBTT liên quan đến phát triển bền vững, lộ trình áp dụng chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS) đối với DNNY cũng như các dịch vụ giao dịch, thanh

[295] OECD (2023), *Tlđd.*, Principle I.F.
[296] OECD (2023), *Tlđd.*, Principle I.F.

toán xuyên biên giới và cơ chế công nhận lẫn nhau đối với chứng chỉ hành nghề, báo cáo phân tích. Đồng thời, việc tham gia các sáng kiến tài chính xanh, tài chính bền vững sẽ góp phần nâng cao vị thế và khả năng thích ứng của TTCK Việt Nam trước các xu hướng toàn cầu.

Bên cạnh hoàn thiện khuôn khổ pháp lý, cần đầu tư đồng bộ cơ sở hạ tầng kỹ thuật, công nghệ và pháp lý phục vụ quá trình hội nhập, trước mắt tập trung vào liên kết TTCK trong khu vực ASEAN. Trên cơ sở đó, cơ quan quản lý cần tích cực triển khai các cam kết, thỏa thuận hợp tác song phương và đa phương đã ký kết, đồng thời mở rộng hợp tác quốc tế thông qua việc thực hiện hiệu quả các dự án hợp tác đến năm 2030, chủ động tìm kiếm và sử dụng hiệu quả các nguồn hỗ trợ tài chính, kỹ thuật từ các tổ chức tài chính khu vực và quốc tế. Cuối cùng, việc xây dựng cơ chế hợp tác, chia sẻ thông tin và giám sát xuyên biên giới giữa UBCKNN với các cơ quan quản lý và tổ chức quốc tế có ý nghĩa then chốt trong phát hiện, xử lý kịp thời các hành vi vi phạm xuyên biên giới, qua đó góp phần bảo đảm an toàn và phát triển bền vững TTCK Việt Nam.

3.3.2. Giải pháp đối với tổ chức tự quản

Thứ nhất, tăng cường vai trò của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm và tổ chức đánh giá độc lập đối với CTNY. Mặc dù xếp hạng tín nhiệm thường gắn với thị trường trái phiếu, song cùng với đó, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm, tổ chức đánh giá độc lập ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp thông tin bổ trợ về năng lực tài chính, mức độ rủi ro, QTCT và triển vọng phát triển của CTNY. Do đó, cần nâng cao chất lượng hoạt động và tính độc lập của các tổ chức này, đồng thời khuyến khích thị trường hình thành thông lệ sử dụng kết quả xếp hạng, đánh giá độc lập như một kênh thông tin tham khảo quan trọng cho NĐT khi đưa ra quyết định đầu tư CPNY.

Thứ hai, phát huy vai trò của các tổ chức xã hội - nghề nghiệp và các tổ chức phụ trợ trong lĩnh vực chứng khoán. Các hiệp hội nghề nghiệp cần được tạo điều kiện chủ động tham gia hỗ trợ cơ quan quản lý nhà nước trong quá trình xây dựng và phản biện chính sách pháp luật, đào tạo và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực trên TTCK cũng như giám sát việc tuân thủ pháp luật và chuẩn mực nghề nghiệp của các hội viên. Trên cơ sở đó, cần tăng cường phối hợp ban hành và thực thi các bộ quy chuẩn chuyên môn và đạo đức nghề nghiệp đối với các chủ thể tham gia TTCK cổ phiếu, coi đây là công cụ tự điều chỉnh quan trọng nhằm nâng cao chất lượng hành nghề, hạn chế xung đột lợi ích và phòng ngừa vi phạm.

Bên cạnh đó, cần nâng cao hiệu quả hoạt động, năng lực tài chính và đạo đức nghề nghiệp của các tổ chức kiểm toán độc lập - những chủ thể giữ vai trò then chốt trong việc bảo đảm chất lượng báo cáo tài chính của CTNY. Các tổ chức này cần phối hợp chặt chẽ với cơ quan quản lý trong công tác giám sát nghiệp vụ kế toán, kiểm toán đối với CTĐC, CTNY. Đồng thời, việc khuyến khích các tổ chức kiểm toán quốc tế uy tín tham gia thị trường Việt Nam sẽ góp phần nâng cao chuẩn mực nghề nghiệp, tăng cường tính cạnh tranh và thúc đẩy hội nhập của TTCK cổ phiếu Việt Nam.

3.3.3. Giải pháp đối với doanh nghiệp niêm yết

Thứ nhất, thay đổi nhận thức của doanh nghiệp về NYCP theo hướng coi niêm yết là công cụ phát triển dài hạn. Doanh nghiệp cần nhận thức rõ rằng niêm yết không chỉ nhằm đáp ứng yêu cầu pháp lý mà còn là cơ chế thúc đẩy minh bạch hóa hoạt động, nâng cao uy tín và khả năng tiếp cận nguồn vốn trung và dài hạn. Tâm lý e ngại CBTT hoặc chi phí tuân thủ thường xuất phát từ hạn chế trong hệ thống quản trị và kiểm soát nội bộ, hơn là từ bản thân yêu cầu của pháp luật. Vì vậy, các công ty cần chủ động xây dựng lộ trình chuẩn bị niêm yết, trong đó từng bước hoàn thiện quản trị, chuẩn hóa hệ thống kế toán - tài chính và văn hóa tuân thủ ngay từ giai đoạn tiền niêm yết.

Thứ hai, nâng cao chất lượng QTCT theo hướng tiệm cận chuẩn mực quốc tế. CTNY cần từng bước áp dụng các nguyên tắc QTCT theo khuyến nghị của OECD, đặc biệt là bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của cổ đông, tăng cường vai trò của thành viên HĐQT độc lập và minh bạch hóa cơ chế ra quyết định. Việc thiết lập các ủy ban chuyên trách trực thuộc HĐQT sẽ góp phần nâng cao hiệu quả giám sát nội bộ và hạn chế xung đột lợi ích. Đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn hoặc định hướng thu hút NĐT tổ chức, việc tự nguyện áp dụng các thực hành quản trị cao hơn mức tối thiểu của pháp luật sẽ tạo lợi thế cạnh tranh và gia tăng niềm tin của thị trường.

Thứ ba, chuẩn hóa và nâng cao chất lượng CBTT. CTNY cần đầu tư xây dựng bộ phận chuyên trách về CBTT, bảo đảm thông tin được cung cấp đầy đủ, chính xác, kịp thời và nhất quán, tránh tình trạng công bố mang tính hình thức hoặc đối phó với cơ quan quản lý. Việc chuẩn hóa quy trình CBTT sẽ giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro vi phạm pháp luật và nâng cao khả năng kiểm soát thông tin nội bộ. Đồng thời, cần chú trọng nâng cao chất lượng báo cáo thường niên, báo cáo QTCT và tiến tới tích hợp các yếu tố phát triển bền vững, ESG theo thông lệ quốc tế, qua đó đáp ứng tốt hơn nhu cầu thông tin ngày càng cao của NĐT.

Thứ tư, tăng cường năng lực tuân thủ và quản trị rủi ro nội bộ. CTNY cần thiết lập và vận hành hiệu quả hệ thống kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro và kiểm toán nội bộ như một bộ phận cấu thành của quản trị doanh nghiệp hiện đại. Các cơ chế này không chỉ giúp phát hiện sớm và phòng ngừa vi phạm pháp luật mà còn hỗ trợ doanh nghiệp ra quyết định kinh doanh thận trọng và bền vững hơn. Về dài hạn, việc đầu tư cho hệ thống tuân thủ và quản trị rủi ro sẽ góp phần giảm chi phí tuân thủ, chi phí tranh chấp và chi phí vốn, qua đó khắc phục tâm lý e ngại niêm yết của nhiều doanh nghiệp.

Thứ năm, phân hóa giải pháp phù hợp với quy mô và mức độ phát triển của doanh nghiệp. Trước sự khác biệt đáng kể giữa các nhóm DNNY, cần khuyến khích các doanh nghiệp vừa và nhỏ áp dụng lộ trình nâng cao quản trị và CBTT theo từng bước, phù hợp với năng lực tài chính và quản trị. Trong khi đó, các doanh nghiệp lớn, doanh nghiệp đầu ngành cần đóng vai trò dẫn dắt, tiên phong trong việc áp dụng các chuẩn mực cao hơn về QTCT, CBTT và phát triển bền vững. Cách tiếp cận này không chỉ bảo đảm tính khả thi trong thực thi pháp luật mà còn góp phần nâng cao mặt bằng chung về chất lượng

quản trị và minh bạch của TTCK Việt Nam.

3.3.4. Giải pháp đối với tổ chức, cá nhân khác

Thứ nhất, nâng cao chất lượng người hành nghề chứng khoán theo hướng chuyên nghiệp hóa, chuẩn hóa đạo đức nghề nghiệp và tăng cường cơ chế tự quản.

Trong hoạt động NYCP, các tổ chức trung gian và người hành nghề chứng khoán giữ vai trò quan trọng trong tư vấn hồ sơ niêm yết, thẩm định thông tin, hỗ trợ doanh nghiệp thực hiện nghĩa vụ CBTT, bảo đảm chất lượng dịch vụ tài chính và góp phần duy trì niềm tin của NĐT. Vì vậy, hiệu quả thực hiện pháp luật về NYCP không chỉ phụ thuộc vào cơ quan quản lý nhà nước hoặc DNNY mà còn chịu ảnh hưởng đáng kể từ chất lượng chuyên môn, tính độc lập và đạo đức nghề nghiệp của đội ngũ người hành nghề chứng khoán. Nếu đội ngũ này thiếu năng lực chuyên môn hoặc không tuân thủ chuẩn mực đạo đức, các rủi ro về tư vấn sai lệch, thẩm định hình thức, xung đột lợi ích hoặc hỗ trợ doanh nghiệp che giấu thông tin có thể làm suy giảm tính minh bạch và kỷ luật của thị trường.

Do đó, cần tiếp tục nâng cao chất lượng đào tạo, kiểm tra, cấp chứng chỉ và giám sát người hành nghề chứng khoán theo hướng hài hòa với chuẩn mực khu vực ASEAN và quốc tế, bảo đảm kết hợp giữa năng lực chuyên môn, kỹ năng hành nghề và đạo đức nghề nghiệp. Nội dung đào tạo không nên chỉ tập trung vào kiến thức nghiệp vụ cơ bản mà cần tăng cường các chuyên đề về pháp luật chứng khoán, QTCT, CBTT, phòng chống xung đột lợi ích, trách nhiệm tư vấn trong hoạt động niêm yết, nhận diện rủi ro gian lận tài chính và chuẩn mực ứng xử với khách hàng. Đồng thời, UBCKNN cần phối hợp chặt chẽ với các hiệp hội nghề nghiệp trong việc xây dựng, áp dụng và giám sát bộ quy tắc đạo đức nghề nghiệp thống nhất đối với người quản lý CTCK, công ty quản lý quỹ và cá nhân hành nghề.

Về lâu dài, có thể nghiên cứu từng bước chuyển giao một số hoạt động thi, bồi dưỡng, cập nhật kiến thức và cấp chứng chỉ hành nghề cho các hiệp hội nghề nghiệp đủ năng lực, dưới sự giám sát của UBCKNN. Cách tiếp cận này phù hợp với xu hướng tăng cường tự quản trên TTCK, giúp giảm tải cho cơ quan quản lý nhà nước, đồng thời phát huy vai trò của cộng đồng nghề nghiệp trong kiểm soát chuẩn mực hành nghề. Tuy nhiên, việc chuyển giao cần được thực hiện có lộ trình, kèm theo tiêu chí đánh giá năng lực tổ chức nghề nghiệp, cơ chế kiểm tra độc lập và trách nhiệm giải trình rõ ràng, nhằm tránh tình trạng tự quản hình thức hoặc làm suy giảm chất lượng kiểm soát người hành nghề.

Thứ hai, nâng cao chất lượng NĐT cá nhân thông qua phổ cập kiến thức tài chính, giáo dục pháp luật chứng khoán và phát triển văn hóa đầu tư có trách nhiệm.

NĐT cá nhân chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giao dịch trên TTCK Việt Nam, nhưng mức độ hiểu biết về pháp luật chứng khoán, rủi ro đầu tư, quyền cổ đông, nghĩa vụ CBTT của DNNY và cơ chế bảo vệ quyền lợi còn chưa đồng đều. NĐT cá nhân chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giao dịch trên TTCK Việt Nam, nhưng mức độ hiểu biết về pháp luật chứng khoán, rủi ro đầu tư, quyền cổ đông, nghĩa vụ CBTT của DNNY và

cơ chế bảo vệ quyền lợi còn chưa đồng đều. Thực tế này đã được phản ánh phần nào qua kết quả khảo sát ý kiến của 352 NĐT được trình bày tại Phụ lục 6, trong đó cho thấy mức độ hiểu biết, khả năng tiếp cận thông tin và nhu cầu được hỗ trợ kiến thức pháp lý - tài chính của NĐT cá nhân vẫn còn là vấn đề cần được quan tâm trong quá trình nâng cao hiệu quả thực thi pháp luật về NYCP. Trong bối cảnh đó, nếu NĐT thiếu khả năng tiếp nhận, phân tích và phản biện thông tin thị trường, hiệu quả của các quy định về CBTT, QTCT và bảo vệ NĐT sẽ bị hạn chế. Thông tin dù được công bố đầy đủ nhưng không được NĐT hiểu đúng, sử dụng đúng hoặc kiểm chứng hợp lý thì khó có thể phát huy đầy đủ vai trò trong việc giảm bất cân xứng thông tin và thúc đẩy kỷ luật thị trường.

Vì vậy, cần xây dựng chiến lược đào tạo tổng thể cho NĐT cá nhân, xác định rõ mục tiêu, đối tượng, nội dung và lộ trình phù hợp với từng giai đoạn phát triển của TTCK. Chiến lược này cần phân nhóm NĐT theo mức độ kinh nghiệm, quy mô đầu tư và nhu cầu tiếp cận thông tin để thiết kế chương trình đào tạo phù hợp, từ kiến thức cơ bản về cổ phiếu, NYCP, CBTT, đọc hiểu báo cáo tài chính, quyền của cổ đông, đến các nội dung nâng cao như nhận diện thao túng giá, giao dịch nội gián, rủi ro trái phiếu chuyển đổi, rủi ro hủy niêm yết và cách sử dụng cơ chế khiếu nại, tố cáo, khởi kiện để bảo vệ quyền lợi.

Trong quá trình này, cần phát triển Trung tâm Nghiên cứu khoa học và Đào tạo chứng khoán thành đơn vị nòng cốt về nghiên cứu, đào tạo và phổ cập kiến thức thị trường vốn, đồng thời tăng cường hợp tác với các trường đại học, viện nghiên cứu, hiệp hội nghề nghiệp, CTCK, SGDCK và tổ chức quốc tế. Việc số hóa nội dung đào tạo cũng cần được đẩy mạnh thông qua các khóa học trực tuyến, học liệu mở, mô phỏng tình huống vi phạm trên thị trường, cẩm nang pháp lý cho NĐT cá nhân và các kênh truyền thông đại chúng. Qua đó, NĐT không chỉ được trang bị kiến thức tài chính mà còn hình thành ý thức pháp lý, khả năng đánh giá rủi ro và văn hóa đầu tư có trách nhiệm.

Việc nâng cao chất lượng NĐT cá nhân có ý nghĩa trực tiếp đối với hiệu quả thực thi pháp luật về NYCP. Khi NĐT có đủ năng lực đọc hiểu thông tin, nhận diện rủi ro và sử dụng các công cụ pháp lý để bảo vệ quyền lợi, họ sẽ trở thành một lực lượng giám sát thị trường quan trọng, bổ trợ cho hoạt động quản lý nhà nước và giám sát của SGDCK. Đây là điều kiện cần thiết để các quy định về CBTT, QTCT, hủy niêm yết, xử lý vi phạm và bảo vệ NĐT không chỉ tồn tại trên văn bản mà thực sự phát huy hiệu quả trong thực tiễn vận hành của TTCK.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trên cơ sở khung lý luận đã được xây dựng tại Chương 1 và những kết quả phân tích thực trạng pháp luật, thực tiễn thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam tại Chương 2, Chương 3 đã tập trung xác định định hướng và đề xuất hệ thống kiến nghị hoàn thiện pháp luật và giải pháp nâng cao hiệu thực thực hiện về NYCP trong bối cảnh phát triển mới của TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu của chương cho thấy, hoàn thiện pháp luật về NYCP không chỉ là yêu cầu sửa đổi, bổ sung một số quy định kỹ thuật về điều

kiện, hồ sơ hay thủ tục niêm yết mà cần được tiếp cận như quá trình tái thiết kế cơ chế pháp lý điều chỉnh toàn bộ vòng đời của CPNY, từ giai đoạn gia nhập thị trường, duy trì tư cách niêm yết, thực hiện nghĩa vụ sau niêm yết, đến hủy bỏ niêm yết, niêm yết lại và quản lý, giám sát NYCP.

Các kiến nghị và giải pháp trong Chương 3 được xây dựng trên quan điểm bảo đảm tính thống nhất, đồng bộ và khả thi của hệ thống pháp luật chứng khoán; nâng cao chất lượng CPNY; tăng cường minh bạch thông tin, kỷ luật thị trường và bảo vệ NĐT; đồng thời phù hợp với điều kiện phát triển của TTCK Việt Nam và yêu cầu hội nhập quốc tế. Theo đó, luận án đã đề xuất các nhóm giải pháp trọng tâm, bao gồm hoàn thiện điều kiện và tiêu chuẩn NYCP theo hướng sàng lọc hợp lý, phân nhóm tiêu chuẩn linh hoạt và hậu kiểm hiệu quả; cải cách trình tự, thủ tục NYCP theo hướng minh bạch, thuận lợi nhưng vẫn kiểm soát được rủi ro; hoàn thiện quyền và nghĩa vụ của DNNY, nhất là nghĩa vụ CBTT, QTCT và duy trì điều kiện niêm yết; hoàn thiện cơ chế hủy bỏ niêm yết, niêm yết lại nhằm tăng cường chức năng thanh lọc thị trường; và nâng cao hiệu quả quản lý, giám sát, xử lý vi phạm trong hoạt động NYCP.

Một kết quả quan trọng của Chương 3 là luận án đã xác định việc hoàn thiện pháp luật về NYCP cần hướng tới điểm cân bằng giữa phát triển thị trường và kiểm soát chất lượng hàng hóa niêm yết. Pháp luật không nên siết chặt điều kiện niêm yết một cách cơ học, gây cản trở doanh nghiệp tiếp cận thị trường vốn, nhưng cũng không nên nới lỏng tiêu chuẩn để mở rộng quy mô thị trường bằng mọi giá. Thay vào đó, cần chuyển từ tư duy kiểm soát đầu vào đơn thuần sang mô hình sàng lọc hợp lý, phân bảng hoặc phân nhóm tiêu chuẩn niêm yết phù hợp, tăng cường giám sát sau niêm yết và xử lý kịp thời các hành vi vi phạm. Cách tiếp cận này cho phép pháp luật về NYCP vừa khuyến khích doanh nghiệp có chất lượng tham gia thị trường, vừa bảo vệ NĐT và bảo đảm sự phát triển minh bạch, an toàn, bền vững của TTCK.

Bên cạnh các giải pháp hoàn thiện quy định pháp luật, Chương 3 cũng làm rõ rằng hiệu quả của pháp luật về NYCP phụ thuộc đáng kể vào quá trình tổ chức thực hiện pháp luật. Do đó, các giải pháp được đề xuất không chỉ hướng tới việc sửa đổi nội dung quy phạm mà còn nhấn mạnh yêu cầu nâng cao năng lực giám sát của UBCKNN, SGDCK và các chủ thể có liên quan; tăng cường phối hợp giữa cơ quan quản lý, tổ chức vận hành thị trường, tổ chức kiểm toán, CTCK và DNNY; ứng dụng công nghệ trong giám sát, cảnh báo sớm và phát hiện vi phạm; đồng thời nâng cao ý thức tuân thủ của DNNY và trách nhiệm của các chủ thể trung gian. Đây là điều kiện cần thiết để thu hẹp khoảng cách giữa quy định pháp luật và thực tiễn vận hành của thị trường.

Như vậy, những kiến nghị và giải pháp được đề xuất tại Chương 3 không chỉ nhằm khắc phục các hạn chế, bất cập đã được nhận diện ở Chương 2 mà còn hướng tới xây dựng một khuôn khổ pháp luật về NYCP có tính hiện đại, minh bạch, khả thi và tiệm cận chuẩn mực quốc tế. Việc thực hiện đồng bộ các giải pháp này sẽ góp phần nâng cao chất lượng thể chế thị trường vốn, bảo vệ tốt hơn quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT,

củng cố niềm tin thị trường, đáp ứng yêu cầu nâng hạng TTCK và đóng góp vào quá trình phát triển bền vững TTCK Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

KẾT LUẬN

NYCP là một khâu quan trọng trong cấu trúc vận hành của TTCK, có ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng hàng hóa trên thị trường vốn, hiệu quả phân bổ vốn, mức độ minh bạch thông tin, kỷ luật thị trường và khả năng bảo vệ NĐT. Trong bối cảnh TTCK Việt Nam đang mở rộng về quy mô, gia tăng mức độ phức tạp và từng bước hội nhập sâu hơn với thị trường vốn quốc tế, pháp luật về NYCP có ý nghĩa thiết yếu trong việc xác lập khuôn khổ pháp lý cho quá trình đưa cổ phiếu vào thị trường giao dịch tập trung, duy trì chất lượng của CPNY và xử lý các trường hợp không còn đáp ứng tiêu chuẩn niêm yết. Trên cơ sở nhận thức đó, luận án đã tiếp cận pháp luật về NYCP ở Việt Nam không chỉ như một tập hợp các quy định về điều kiện, hồ sơ và thủ tục niêm yết mà như một cơ chế pháp lý điều chỉnh toàn bộ vòng đời của CPNY, từ giai đoạn gia nhập thị trường, vận hành sau niêm yết, đến hủy bỏ niêm yết và đăng ký niêm yết lại.

Về phương diện lý luận, luận án đã làm rõ bản chất pháp lý - kinh tế của NYCP, theo đó NYCP không chỉ là thủ tục kỹ thuật để đưa cổ phiếu vào giao dịch trên SGDCK mà còn là một cơ chế pháp lý làm phát sinh trạng thái pháp lý mới đối với cổ phiếu và doanh nghiệp phát hành. Thông qua NYCP, cổ phiếu từ công cụ ghi nhận quyền sở hữu trong CTCP trở thành hàng hóa tài chính được giao dịch công khai, chịu sự định giá, giám sát và kỷ luật của thị trường. Đồng thời, doanh nghiệp sau khi trở thành DNNY phải đáp ứng các yêu cầu cao hơn về CBTT, QTCT, duy trì điều kiện niêm yết và bảo vệ quyền lợi cổ đông. Từ cách tiếp cận đó, luận án đã hệ thống hóa và luận giải các khái niệm cơ bản, vai trò, nguyên tắc của NYCP; xác định khái niệm, vai trò và cấu trúc nội dung của pháp luật về NYCP; nhận diện các yếu tố tác động và tiêu chí đánh giá pháp luật về NYCP theo hướng gắn kết giữa lý luận pháp luật, lý luận về vận hành thị trường vốn và các chuẩn mực, thông lệ quốc tế có liên quan.

Một đóng góp lý luận đáng chú ý của luận án là xây dựng cấu trúc nội dung pháp luật về NYCP theo logic vòng đời pháp lý của CPNY. Theo đó, pháp luật về NYCP không chỉ bao gồm điều kiện và thủ tục niêm yết mà còn bao quát các nhóm quy định về chủ thể tham gia NYCP, quyền và nghĩa vụ của DNNY, hủy bỏ niêm yết, đăng ký niêm yết lại, quản lý niêm yết và xử lý vi phạm. Cách tiếp cận này giúp khắc phục xu hướng nghiên cứu rời rạc từng nhóm quy định riêng lẻ, đồng thời cho phép đánh giá pháp luật về NYCP như một chỉnh thể thống nhất, có chức năng sàng lọc đầu vào, duy trì chất lượng doanh nghiệp sau niêm yết, bảo vệ NĐT và bảo đảm kỷ luật thị trường. Việc vận dụng các lý thuyết nghiên cứu phù hợp cũng giúp luận án lý giải sâu hơn mối quan hệ giữa doanh nghiệp, NĐT, cơ quan quản lý, SGDCK và các tổ chức trung gian trong hoạt động NYCP.

Về phương diện thực trạng, luận án đã phân tích tương đối toàn diện các quy định pháp luật hiện hành về NYCP ở Việt Nam trên các nhóm nội dung cấu thành. Kết quả nghiên cứu cho thấy pháp luật Việt Nam đã từng bước hình thành khuôn khổ pháp lý cho hoạt động NYCP, đặc biệt sau khi LCK năm 2019 và các văn bản hướng dẫn thi

hành được ban hành và sửa đổi, bổ sung. Các quy định về điều kiện niêm yết, trình tự thủ tục, nghĩa vụ CBTT, QTCT, giám sát và xử lý vi phạm đã góp phần nâng cao tính công khai, minh bạch và trật tự vận hành của TTCK. Tuy nhiên, luận án cũng chỉ ra rằng các quy định hiện hành vẫn còn những hạn chế cả ở phương diện cấu trúc quy phạm và hiệu quả thực thi. Điều kiện niêm yết còn thiên về tiêu chí hình thức, chưa bảo đảm đầy đủ chức năng sàng lọc thực chất; quyền của DNNY chưa được ghi nhận có hệ thống; nghĩa vụ sau niêm yết có xu hướng hành chính hóa và có thể tạo gánh nặng tuân thủ; cơ chế CBTT, QTCT, kiểm soát xung đột lợi ích và bảo vệ NĐT chưa phát huy đầy đủ hiệu quả; cơ chế hủy niêm yết và niêm yết lại chưa thật sự được thiết kế như một chuỗi giám sát liên tục…

Bên cạnh việc phân tích quy định pháp luật, luận án đã gắn kết đánh giá pháp luật với thực tiễn vận hành của TTCK Việt Nam. Thực tiễn cho thấy khoảng cách giữa quy định và thực thi vẫn còn tương đối rõ nét, thể hiện ở tình trạng một bộ phận CPNY có chất lượng chưa cao, vi phạm nghĩa vụ CBTT còn phổ biến, mức độ tuân thủ QTCT không đồng đều, số lượng cổ phiếu bị hủy niêm yết duy trì ở mức đáng chú ý và nhiều trường hợp hủy niêm yết xuất phát từ thua lỗ kéo dài, báo cáo tài chính không đáng tin cậy hoặc kiểm toán từ chối đưa ra ý kiến. Những biểu hiện này cho thấy hiệu quả của pháp luật về NYCP không chỉ phụ thuộc vào việc quy định điều kiện gia nhập thị trường mà còn phụ thuộc vào năng lực giám sát sau niêm yết, chất lượng thực thi nghĩa vụ của DNNY, vai trò của tổ chức trung gian và khả năng bảo vệ NĐT trong suốt vòng đời của CPNY. Luận án cũng đã chỉ ra các nguyên nhân của hạn chế từ nhiều phía, bao gồm chất lượng quy phạm, năng lực thực thi, cơ chế phối hợp giám sát, chất lượng CBTT, QTCT và ý thức tuân thủ của doanh nghiệp.

Trên nền tảng lý luận và thực tiễn đó, luận án đã đề xuất định hướng, kiến nghị hoàn thiện pháp luật và giải pháp nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam. Các kiến nghị không chỉ hướng đến việc sửa đổi từng quy định về mặt kỹ thuật mà tập trung hoàn thiện cơ chế pháp lý điều chỉnh toàn bộ vòng đời của CPNY, bảo đảm sự gắn kết giữa sàng lọc đầu vào, giám sát sau niêm yết, thực thi nghĩa vụ, xử lý vi phạm, hủy niêm yết, niêm yết lại và bảo vệ NĐT. Luận án đề xuất hoàn thiện các quy định về chủ thể tham gia NYCP, điều kiện niêm yết, trình tự thủ tục niêm yết, quyền và nghĩa vụ của DNNY, cơ chế hủy niêm yết và niêm yết lại, cũng như quản lý, giám sát và xử lý vi phạm. Đồng thời, luận án nhấn mạnh yêu cầu chuyển từ tư duy kiểm soát đầu vào đơn thuần sang mô hình sàng lọc hợp lý, giám sát liên tục sau niêm yết và xử lý rủi ro kịp thời.

Ngoài các kiến nghị hoàn thiện pháp luật, luận án cũng đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật đối với từng nhóm chủ thể trong thị trường. Đối với cơ quan quản lý nhà nước và SGDCK, trọng tâm là nâng cao năng lực giám sát, ứng dụng công nghệ, tăng cường cảnh báo sớm và cải thiện cơ chế phối hợp trong phát hiện, xử lý vi phạm. Đối với DNNY, yêu cầu đặt ra là nâng cao chất lượng QTCT, năng lực

CBTT, kiểm soát nội bộ và ý thức tuân thủ. Đối với tổ chức trung gian và người hành nghề chứng khoán, cần chuyên nghiệp hóa hoạt động tư vấn, kiểm tra, hỗ trợ niêm yết và đề cao đạo đức nghề nghiệp. Đối với NĐT, đặc biệt là NĐT cá nhân, cần tăng cường giáo dục tài chính, phổ cập kiến thức pháp luật chứng khoán và nâng cao khả năng sử dụng thông tin công bố. Các giải pháp này cho thấy việc hoàn thiện pháp luật về NYCP chỉ có thể đạt hiệu quả thực chất khi gắn với cải thiện năng lực thực thi của toàn bộ hệ sinh thái thị trường.

Có thể khẳng định rằng, hoàn thiện pháp luật về NYCP không chỉ là yêu cầu kỹ thuật lập pháp mà còn là điều kiện quan trọng để nâng cao chất lượng thị trường cổ phiếu, củng cố niềm tin của NĐT và phát huy vai trò của TTCK trong huy động, phân bổ nguồn vốn cho nền kinh tế. Kết quả nghiên cứu của luận án góp phần làm rõ cơ sở lý luận, nhận diện các bất cập trong pháp luật và thực tiễn thực hiện, đồng thời đề xuất các kiến nghị, giải pháp có tính định hướng cho quá trình hoàn thiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam. Với cách tiếp cận hệ thống và gắn kết giữa lý luận, pháp luật thực định và thực tiễn thị trường, luận án kỳ vọng đóng góp thêm cơ sở khoa học cho hoạt động nghiên cứu, giảng dạy, xây dựng chính sách và hoàn thiện pháp luật chứng khoán trong bối cảnh TTCK Việt Nam đang hướng tới mục tiêu phát triển minh bạch, hiệu quả và bền vững.

PHỤ LỤC 1.
ĐIỀU KIỆN NIÊM YẾT MỚI ĐỐI VỚI CỔ PHIẾU

Quy định chung về niêm yết chứng khoán	Điều 107 Nghị định 155/2020/NĐ-CP; khoản 35 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP	1. Báo cáo tài chính	a) Báo cáo tài chính được lập theo pháp luật kế toán
			b) Báo cáo tài chính năm phải được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán được chấp thuận
			c) Trường hợp hợp nhất, sáp nhập
			d) Trường hợp thời điểm gửi hồ sơ đăng ký niêm yết đầy đủ và hợp lệ đến SGDCK quá thời hạn CBTT báo cáo tài chính quý theo quy định cho CTNY
			đ) Trường hợp sau kỳ kế toán gần nhất được kiểm toán, tổ chức đăng ký NYCP thực hiện phát hành tăng vốn điều lệ
		2. Báo cáo tổng hợp thông tin tài chính theo quy ước	Phải được đảm bảo bởi tổ chức kiểm toán được chấp thuận với ý kiến chấp nhận toàn phần
		3. Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE)	Theo quy định tại khoản 3 Điều 107 Nghị định 155/2020/NĐ-CP, áp dụng cho từng trường hợp: a) Trường hợp tổ chức đăng ký niêm yết là công ty mẹ b) Trường hợp trong năm có hoạt động chuyển đổi loại hình doanh nghiệp, hợp nhất, sáp nhập, tách công ty c) Trường hợp tổ chức đăng ký niêm yết là CTĐC hình thành sau hợp nhất, sáp nhập, chia, tách và các trường hợp cơ cấu lại khác
		4. Kết quả hoạt động kinh doanh, lỗ lũy kế, vốn chủ sở hữu	Kết quả hoạt động kinh doanh, lỗ lũy kế, vốn chủ sở hữu của tổ chức đăng ký niêm yết, tổ chức niêm yết được xem xét theo quy định tại khoản 8 Điều 7 Nghị định này: "Điều kiện về hoạt động kinh doanh có lãi, nợ phải trả, lỗ luỹ kế, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp được căn cứ trên báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Trường hợp doanh nghiệp là công ty mẹ thì kết quả hoạt động kinh doanh, lỗ lũy kế, nợ phải trả, vốn chủ sở hữu được căn cứ trên báo cáo tài chính hợp nhất, trong đó: kết quả hoạt động kinh doanh là chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ trên báo cáo tài chính hợp nhất; vốn chủ sở hữu không bao gồm lợi ích của cổ đông không kiểm soát. Trường hợp doanh nghiệp có đơn vị trực thuộc không có tư cách pháp nhân, kết quả hoạt động kinh doanh, lỗ lũy kế, nợ phải trả,

			vốn chủ sở hữu được căn cứ trên báo cáo tài chính tổng hợp”
Điều kiện NYCP	Khoản 1 Điều 109 Nghị định 155/2020/NĐ-CP; khoản 36 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP	Vốn điều lệ đã góp và giá trị vốn hóa hoặc giá tham chiếu cổ phiếu giao dịch trên hệ thống giao dịch Upcom	a) Là CTCP có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 30 tỷ đồng trở lên căn cứ trên báo cáo tài chính gần nhất được kiểm toán, đồng thời giá trị vốn hóa đạt tối thiểu 30 tỷ đồng tính theo bình quân gia quyền giá thanh toán cổ phiếu trong đợt chào bán ra công chúng gần nhất theo quy định của Nghị định này hoặc giá tham chiếu cổ phiếu giao dịch trên hệ thống giao dịch Upcom trung bình 30 phiên gần nhất trước thời điểm nộp hồ sơ đăng ký niêm yết hoặc bình quân gia quyền giá thanh toán trong đợt bán cổ phần lần đầu của doanh nghiệp cổ phần hóa
		ĐHĐCĐ thông qua; Thời gian giao dịch trên hệ thống giao dịch Upcom	b) Đã được ĐHĐCĐ thông qua việc niêm yết; đã giao dịch trên hệ thống giao dịch Upcom tối thiểu 02 năm, trừ trường hợp tổ chức đăng ký niêm yết đã chào bán cổ phiếu ra công chúng, doanh nghiệp cổ phần hóa
		Kết quả hoạt động kinh doanh	c) Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) năm liền trước năm đăng ký niêm yết tối thiểu là 5% và hoạt động kinh doanh của 02 năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi; không có lỗ lũy kế căn cứ trên báo cáo tài chính năm gần nhất được kiểm toán, trong trường hợp đăng ký niêm yết sau ngày kết thúc của kỳ lập báo cáo tài chính bán niên thì căn cứ trên báo cáo tài chính bán niên được soát xét hoặc được kiểm toán. Trường hợp tổ chức đăng ký niêm yết thực hiện chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng đồng thời với niêm yết mà nộp hồ sơ hợp lệ đến SGDCK trong thời gian 60 ngày kể từ ngày kết thúc kỳ kế toán năm, các chỉ tiêu nêu trên căn cứ trên báo cáo tài chính năm được kiểm toán theo quy định tại điểm c khoản 1 Điều 111a Nghị định này.
		Cơ cấu cổ đông	d) Trừ trường hợp doanh nghiệp cổ phần hóa, tổ chức đăng ký niêm yết phải có tối thiểu 15% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 cổ đông không phải cổ đông lớn nắm giữ; trường hợp vốn điều lệ của tổ chức đăng ký niêm yết từ 1.000 tỷ đồng trở lên, tỷ lệ tối thiểu là 10% số cổ phiếu có quyền biểu quyết

		Cam kết nắm giữ của người quản lý và cổ đông lớn là người có liên quan	đ) Cổ đông là cá nhân, tổ chức có đại diện sở hữu là Chủ tịch HĐQT, thành viên HĐQT, Trưởng Ban kiểm soát và thành viên Ban Kiểm soát (Kiểm soát viên), Tổng giám đốc (Giám đốc), Phó Tổng giám đốc (Phó Giám đốc), Kế toán trưởng, Giám đốc tài chính và các chức danh quản lý tương đương do ĐHĐCĐ bầu hoặc HĐQT bổ nhiệm và cổ đông lớn là người có liên quan của các đối tượng trên phải cam kết tiếp tục nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 06 tháng kể từ ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu trên SGDCK và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 06 tháng tiếp theo, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ
		Tư cách pháp lý và mức độ tuân thủ	e) Công ty, người đại diện theo pháp luật của công ty không bị xử lý vi phạm trong thời hạn 02 năm tính đến thời điểm đăng ký niêm yết do thực hiện hành vi bị nghiêm cấm trong hoạt động về chứng khoán và TTCK quy định tại Điều 12 LCK
		Hoạt động tư vấn niêm yết	g) Có CTCK tư vấn hồ sơ đăng ký niêm yết, trừ trường hợp tổ chức đăng ký niêm yết là CTCK

PHỤ LỤC 2.
ĐIỀU KIỆN NYCP CỦA CÁC CTĐC HÌNH THÀNH SAU HỢP NHẤT, SÁP NHẬP, CHIA, TÁCH VÀ CÁC TRƯỜNG HỢP CƠ CẤU LẠI KHÁC

Quy định chung về niêm yết chứng khoán	Điều 107 Nghị định 155/2020/NĐ-CP; khoản 35 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP	1. Báo cáo tài chính	a) Báo cáo tài chính được lập theo pháp luật kế toán.
			b) Báo cáo tài chính năm phải được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán được chấp thuận.
			c) Trường hợp hợp nhất, sáp nhập:
			d) Trường hợp thời điểm gửi hồ sơ đăng ký niêm yết đầy đủ và hợp lệ đến SGDCK quá thời hạn CBTT báo cáo tài chính quý
			đ) Trường hợp sau kỳ kế toán gần nhất được kiểm toán, tổ chức đăng ký niêm yết thực hiện phát hành tăng vốn điều lệ
		2. Báo cáo tổng hợp thông tin tài chính theo quy ước	Phải được đảm bảo bởi tổ chức kiểm toán được chấp thuận với ý kiến chấp nhận toàn phần.
		3. Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE)	ROE dương được xác định dựa trên lợi nhuận sau thuế dương và vốn chủ sở hữu bình quân dương
		4. Kết quả hoạt động kinh doanh, lỗ lũy kế, vốn chủ sở hữu	Kết quả hoạt động kinh doanh, lỗ lũy kế, vốn chủ sở hữu của tổ chức đăng ký niêm yết, tổ chức niêm yết được xem xét theo quy định tại khoản 8 Điều 7 Nghị định này: "Điều kiện về hoạt động kinh doanh có lãi, nợ phải trả, lỗ luỹ kế, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp được căn cứ trên báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Trường hợp doanh nghiệp là công ty mẹ thì kết quả hoạt động kinh doanh, lỗ lũy kế, nợ phải trả, vốn chủ sở hữu được căn cứ trên báo cáo tài chính hợp nhất, trong đó: kết quả hoạt động kinh doanh là chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ trên báo cáo tài chính hợp nhất; vốn chủ sở hữu không bao gồm lợi ích của cổ đông không kiểm soát. Trường hợp doanh nghiệp có đơn vị trực thuộc không có tư cách pháp nhân, kết quả hoạt động kinh doanh, lỗ lũy kế, nợ phải trả, vốn chủ sở hữu được căn cứ trên báo cáo tài chính tổng hợp".
Điều kiện niêm yết của các CTĐC hình	Điều 112 Nghị định 155/2020/NĐ-CP	Điều kiện NYCP trên SGDCK của công ty hợp nhất	Theo quy định tại khoản 1 Điều 112 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP

thành sau hợp nhất, sáp nhập, chia, tách và các trường hợp cơ cấu lại khác		Điều kiện NYCP trên SGDCK của công ty nhận sáp nhập	Theo quy định tại khoản 2 Điều 112 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP
		Điều kiện NYCP trên SGDCK của công ty sau chia, tách doanh nghiệp	Theo quy định tại khoản 3 Điều 112 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP
		Điều kiện NYCP trên SGDCK của các công ty trong trường hợp cơ cấu lại khác	Theo quy định tại khoản 4 Điều 112 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP

PHỤ LỤC 3.
TRÌNH TỰ, THỦ TỤC NIÊM YẾT CỔ PHIẾU

STT	Nội dung thực hiện	Chủ thể thực hiện	Căn cứ pháp lý	Hồ sơ, thủ tục thực hiện
1	Chuẩn bị hồ sơ NYCP Nộp hồ sơ NYCP	Tổ chức đăng ký niêm yết	Điều 6, 110, 113, 114, 115, 116 Nghị định 155/2020/NĐ-CP; khoản 3, 37, 40, 41, 42 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP; Điều 5 - 9 Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV	- Hồ sơ đăng ký NYCP của công ty chào bán cổ phiếu ra công chúng, doanh nghiệp cổ phần hóa: khoản 1 Điều 110 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 37 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP). - Hồ sơ đăng ký NYCP của công ty đã giao dịch trên hệ thống giao dịch Upcom tối thiểu 02 năm: khoản 2 Điều 110 Nghị định 155/2020/NĐ-CP. - Hồ sơ, thủ tục đăng ký NYCP tại SGDCK của các CTĐC sau quá trình hợp nhất doanh nghiệp: Điều 113 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 40 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP). - Hồ sơ, trình tự, thủ tục tiếp tục niêm yết, đăng ký NYCP sau sáp nhập: Điều 114 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 41 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP), Điều 7 Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV. - Hồ sơ, trình tự, thủ tục tiếp tục niêm yết, đăng ký NYCP sau chia, tách doanh nghiệp: Điều 115 Nghị định 155/2020/NĐ-CP (được sửa đổi, bổ sung bởi khoản 42 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP), Điều 8 Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV. - Hồ sơ, thủ tục tiếp tục niêm yết, đăng ký NYCP của doanh nghiệp sau quá trình cơ cấu lại khác: Điều 116 Nghị định 155/2020/NĐ-CP, Điều 9 Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV.
	Thay đổi đăng ký NYCP khi thay đổi số lượng cổ phiếu không thuộc trường hợp sáp nhập, tách công ty hoặc các trường hợp cơ cấu lại doanh nghiệp		Điều 117 Nghị định 155/2020/NĐ-CP; khoản 43 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP; Điều 10, 11 Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV	- Tổ chức niêm yết không thuộc trường hợp sáp nhập, tách công ty hoặc các trường hợp cơ cấu lại doanh nghiệp thực hiện thay đổi đăng ký NYCP khi thay đổi số lượng cổ phiếu. - Hồ sơ thay đổi đăng ký niêm yết: khoản 2 Điều 117 Nghị định 155/2020/NĐ-CP, sửa đổi, bổ sung bởi điểm b khoản 43 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP; khoản 1 Điều 11 Quyết định 22/2025/QĐ-HĐTV. - Trình tự, thủ tục thay đổi đăng ký niêm yết: khoản 3 Điều 117 Nghị định 155/2020/NĐ-CP, khoản 2 Điều 11 Quyết định 22/2025/QĐ-HĐTV.

STT	Nội dung thực hiện	Chủ thể thực hiện	Căn cứ pháp lý	Hồ sơ, thủ tục thực hiện
2	Thẩm định hồ sơ NYCP (không thuộc trường hợp đăng ký NYCP đồng thời với chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng) Chấp thuận/Từ chối NYCP	SGDCK	Điều 6, khoản 1 Điều 111 Nghị định 155/2020/NĐ-CP; khoản 39 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP; Khoản 2 Điều 6 Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV	- Trường hợp hồ sơ chưa đầy đủ và hợp lệ, SGDCK có công văn gửi tổ chức đăng ký niêm yết nêu rõ nội dung yêu cầu sửa đổi, bổ sung trong thời hạn 07 ngày làm việc kể từ ngày nhận hồ sơ đăng ký niêm yết theo quy định tại khoản 5 Điều 6 Nghị định155/2020/NĐ-CP. - Tổ chức đăng ký niêm yết phải hoàn thiện hồ sơ đăng ký niêm yết trong thời hạn 60 ngày kể từ ngày SGDCK có văn bản yêu cầu sửa đổi, bổ sung hồ sơ theo quy định tại khoản 8 Điều 6 Nghị định155/2020/NĐ-CP. Quá thời hạn trên, nếu tổ chức đăng ký niêm yết không hoàn thiện hồ sơ, SGDCK dừng việc xem xét hồ sơ đăng ký niêm yết. - Trong thời hạn 30 ngày kể từ ngày nhận được hồ sơ đăng ký niêm yết đầy đủ và hợp lệ, SGDCK có quyết định chấp thuận niêm yết; trường hợp từ chối phải trả lời bằng văn bản và nêu rõ lý do. - SGDCK sau khi chấp thuận niêm yết phải gửi UBCKNN 01 bản sao hồ sơ đăng ký niêm yết.
3	Thanh toán giá dịch vụ đăng ký niêm yết và giá dịch vụ quản lý niêm yết	Tổ chức niêm yết	Khoản 2 Điều 6 Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV	Trong thời hạn 07 ngày làm việc kể từ ngày được cấp Quyết định chấp thuận niêm yết, tổ chức niêm yết có trách nhiệm thanh toán giá dịch vụ đăng ký niêm yết và giá dịch vụ quản lý niêm yết của năm được chấp thuận niêm yết cho SGDCK theo quy định tại Thông tư số 83/2024/TT-BTC ngày 26/11/2024 của Bộ trưởng Bộ Tài chính hướng dẫn cơ chế, chính sách về giá dịch vụ trong lĩnh vực chứng khoán do Nhà nước định giá áp dụng tại SGDCK Việt Nam và các công ty con, VSDC và thực hiện CBTT về việc được chấp thuận đăng ký niêm yết trên trang thông tin điện tử của tổ chức đăng ký niêm yết.
4	Đưa cổ phiếu vào giao dịch	Tổ chức niêm yết	Khoản 2 Điều 111 Nghị định 155/2020/NĐ-CP; khoản 39 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP; Khoản 2 Điều 6 Quyết định 22/2026/QĐ-HĐTV	Tổ chức đăng ký niêm yết phải thực hiện đưa chứng khoán vào giao dịch theo quy định tại khoản 6 Điều 111a Nghị định này: "Trong thời hạn 05 ngày làm việc kể từ ngày SGDCK ban hành quyết định chấp thuận NYCP, tổ chức đăng ký niêm yết phải đăng ký ngày giao dịch đầu tiên cho CPNY (ngày giao dịch phải sau ít nhất 06 ngày làm việc kể từ ngày SGDCK nhận được văn bản đề nghị của tổ chức đăng ký niêm yết nhưng tối đa không quá 30 ngày kể từ ngày SGDCK có quyết định chấp thuận niêm yết)."

STT	Nội dung thực hiện	Chủ thể thực hiện	Căn cứ pháp lý	Hồ sơ, thủ tục thực hiện
5	Đăng ký ngày giao dịch đầu tiên, giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên	Tổ chức niêm yết	Khoản 39 Điều 1 Nghị định 245/2025/NĐ-CP	SGDCK ra thông báo ngày giao dịch đầu tiên đối với cổ phiếu chấp thuận niêm yết sau khi SGDCK nhận được giấy đăng ký ngày giao dịch đầu tiên cho CPNY của tổ chức đăng ký niêm yết và văn bản của Tổng công ty Lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam về việc cổ phiếu đó đã đăng ký tại Tổng công ty Lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam.
6	CBTT	Tổ chức niêm yết	Khoản 1 Điều 13 của Thông tư 96/2020/TT-BTC	CTĐC thực hiện niêm yết thực hiện nghĩa vụ CBTT về hoạt động niêm yết và báo cáo sử dụng vốn theo quy định pháp luật về niêm yết chứng khoán.

PHỤ LỤC 4.
THỐNG KÊ VÀ PHÂN TÍCH MỘT SỐ CHỈ TIÊU CƠ BẢN CỦA THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU NIÊM YẾT GIAI ĐOẠN 2020 - 2025

1. Mục tiêu và phạm vi thống kê

Phụ lục này được xây dựng nhằm cung cấp cơ sở dữ liệu định lượng khách quan để bổ trợ cho các phân tích và đánh giá về pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP tại Việt Nam trong nội dung nghiên cứu chính. Thông qua việc thống kê và phân tích một số chỉ tiêu cơ bản của thị trường CPNY, phụ lục hướng tới việc phản ánh bức tranh thực tiễn về quy mô, mức độ vận hành và sự phát triển của thị trường trong mối liên hệ gián tiếp với khung pháp luật về NYCP.

Về mục tiêu cụ thể, phụ lục tập trung làm rõ: (i) Xu hướng biến động của hoạt động niêm yết và hủy bỏ NYCP; (ii) Sự thay đổi về quy mô và chiều sâu của thị trường thông qua giá trị vốn hóa và thanh khoản; và (iii) Mức độ tham gia của NĐT thể hiện qua số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán. Các chỉ tiêu này được lựa chọn nhằm phản ánh những khía cạnh cốt lõi của thị trường CPNY, qua đó tạo cơ sở thực chứng để đối chiếu với các nhận định về hiệu quả của hoạt động NYCP trong nghiên cứu pháp luật.

Về phạm vi thống kê theo thời gian, dữ liệu được thu thập và phân tích trong giai đoạn từ năm 2020 đến năm 2025. Việc lựa chọn khoảng thời gian này gắn với những thay đổi về phương diện pháp lý và định hướng phát triển thị trường tại Việt Nam. Cụ thể, LCK năm 2019 chính thức có hiệu lực từ ngày 01/01/2021, đánh dấu bước hoàn thiện quan trọng của khung pháp luật điều chỉnh thị TTCK nói chung và hoạt động NYCP nói riêng, với nhiều quy định mới về điều kiện niêm yết, CBTT, QTCT và cơ chế giám sát thị trường. Do đó, giai đoạn 2020 - 2025 cho phép tác giả quan sát được cả thời điểm chuyển tiếp trước và giai đoạn triển khai thực thi các quy định của LCK năm 2019 trong thực tiễn thị trường.

Bên cạnh đó, giai đoạn này cũng gắn liền với mục tiêu nâng hạng TTCK Việt Nam theo các bộ tiêu chí đánh giá của các tổ chức xếp hạng quốc tế. Trong tiến trình này, hoạt động NYCP, chất lượng DNNY, mức độ minh bạch và chiều sâu của thị trường là những yếu tố then chốt. Vì vậy, việc thống kê và phân tích các chỉ tiêu cơ bản của thị trường CPNY trong giai đoạn 2020 - 2025 có ý nghĩa quan trọng trong việc phản ánh mức độ đáp ứng các yêu cầu nền tảng phục vụ mục tiêu nâng hạng thị trường.

Về phạm vi nội dung, phụ lục giới hạn ở thị trường CPNY, không bao gồm các loại chứng khoán khác hoặc các giao dịch ngoài phạm vi niêm yết. Các số liệu được sử dụng chủ yếu mang tính tổng hợp theo năm, phục vụ cho việc mô tả và phân tích xu hướng chung, không nhằm thực hiện các mô hình dự báo hay phân tích kinh tế lượng chuyên sâu.

Với cách tiếp cận như trên, phụ lục này giữ vai trò là phần bổ trợ định lượng giúp làm rõ bối cảnh thực tiễn vận hành của thị trường CPNY trong giai đoạn pháp luật có nhiều thay đổi quan trọng và thị trường hướng tới các mục tiêu phát triển mới, qua đó

tăng cường tính thuyết phục và toàn diện cho các đánh giá, nhận định và kiến nghị hoàn thiện pháp luật về NYCP trong luận án.

2. Nguồn dữ liệu và phương pháp thống kê

2.1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu sử dụng trong phụ lục này được thu thập từ các nguồn chính thức, công khai và có độ tin cậy cao, bao gồm:

- Báo cáo thường niên của UBCKNN, SGDCK TP. Hồ Chí Minh và SGDCK Hà Nội trong các năm từ 2020 đến 2025;

- Thông tin và dữ liệu thống kê được công bố trên website chính thức của SGDCK TP. Hồ Chí Minh và SGDCK Hà Nội.

Việc lựa chọn các nguồn dữ liệu này nhằm bảo đảm tính chính thống, nhất quán và khả năng kiểm chứng của số liệu thống kê. Đây đều là các nguồn dữ liệu được sử dụng phổ biến trong các báo cáo nghiên cứu, đánh giá thị trường và hoạch định chính sách liên quan đến TTCK tại Việt Nam.

2.2. Phương pháp thống kê và xử lý dữ liệu

Dữ liệu thu thập được xử lý chủ yếu bằng phương pháp thống kê mô tả, tập trung vào việc tổng hợp và trình bày các chỉ tiêu theo từng năm trong giai đoạn 2020 - 2025. Trên cơ sở đó, phụ lục tiến hành so sánh sự biến động của các chỉ tiêu theo thời gian nhằm nhận diện các xu hướng chính của thị trường CPNY.

Các chỉ tiêu thống kê được chuẩn hóa và phân loại theo các nhóm nội dung tương ứng với mục tiêu nghiên cứu. Trong trường hợp cùng một chỉ tiêu được công bố từ nhiều nguồn, dữ liệu được đối chiếu và lựa chọn theo nguyên tắc ưu tiên số liệu tổng hợp chính thức, bảo đảm tính thống nhất trong phân tích.

Phụ lục không sử dụng các mô hình kinh tế lượng hay kỹ thuật dự báo phức tạp mà tập trung vào việc mô tả và phân tích xu hướng một cách định tính trên nền tảng số liệu thống kê. Cách tiếp cận này phù hợp với tính chất của một phụ lục bổ trợ trong nghiên cứu pháp luật, nhằm cung cấp bối cảnh thực tiễn và cơ sở định lượng cho các nhận định pháp lý, thay vì hướng tới việc xây dựng các kết luận mang tính định lượng độc lập.

2.3. Giới hạn của dữ liệu và phương pháp

Dữ liệu trong phụ lục được tổng hợp ở cấp độ thị trường và theo từng năm, do đó chưa phản ánh đầy đủ sự khác biệt giữa từng nhóm doanh nghiệp hoặc từng thời điểm cụ thể trong năm. Ngoài ra, việc phân tích chủ yếu dựa trên các chỉ tiêu tổng hợp cũng có thể chưa phản ánh hết các yếu tố định tính tác động đến thị trường.

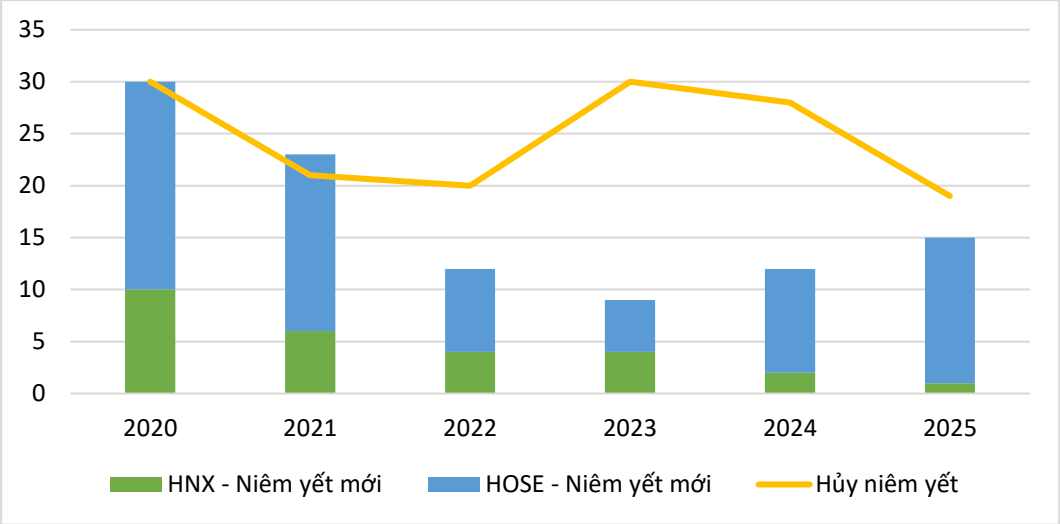
Tuy nhiên, trong khuôn khổ và mục tiêu của phụ lục này, cách tiếp cận trên vẫn bảo đảm cung cấp cái nhìn tổng quan, có hệ thống và đáng tin cậy về diễn biến của thị trường CPNY trong giai đoạn 2020 - 2025, qua đó, phục vụ hiệu quả cho việc đối chiếu, kiểm chứng và bổ trợ các phân tích pháp luật về NYCP trong nội dung luận án.

3. Thống kê và phân tích tình hình niêm yết và hủy niêm yết cổ phiếu

Năm	HNX	HOSE	Tổng

	NY mới	Hủy NY	NY mới	Hủy NY	NY mới	Hủy NY
2020	10	24	20	6	30	30
2021	6	16	17	5	23	21
2022	4	10	8	10	12	20
2023	4	17	5	13	9	30
2024	2	17	10	11	12	28
2025	01	12	14	7	15	19

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Báo cáo thường niên của UBCKNN, HOSE, HNX trong các năm từ 2020 đến 2025



Biểu đồ 4.1. Tình hình niêm yết và hủy niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam giai đoạn 2020 - 2025

Bảng số liệu phản ánh tình hình CPNY mới và cổ phiếu hủy niêm yết trên hai Sở giao dịch là HNX và HOSE trong giai đoạn 2020-2025 cho thấy một số xu hướng đáng chú ý liên quan đến mức độ "ra - vào" của thị trường CPNY.

3.1. Xu hướng niêm yết cổ phiếu mới

Xét về tổng thể, số lượng CPNY mới trong giai đoạn 2020 - 2023 có xu hướng giảm dần và duy trì ở mức thấp. Cụ thể, tổng số CPNY mới đạt 30 mã năm 2020, giảm xuống 23 mã năm 2021, 12 mã năm 2022 và chỉ còn 9 mã năm 2023. Trong hai năm tiếp theo, số lượng mã CPNY có dấu hiệu khởi sắc trở lại, với 12 mã năm 2024 và 15 mã năm 2025.

Xét theo từng Sở giao dịch, HOSE luôn chiếm tỷ trọng lớn hơn về số lượng CPNY mới so với HNX, phản ánh xu hướng các doanh nghiệp có quy mô lớn và mức độ chuẩn hóa cao hơn ưu tiên niêm yết trên HOSE. Tuy nhiên, ngay cả tại HOSE, số lượng niêm yết mới cũng giảm đáng kể sau năm 2021, cho thấy mức độ gia nhập thị trường thông qua con đường niêm yết không còn sôi động như giai đoạn trước.

Xu hướng này cho thấy hoạt động niêm yết mới trong giai đoạn nghiên cứu chưa thực sự đóng vai trò là động lực mở rộng mạnh mẽ về số lượng hàng hóa trên thị trường cổ phiếu, đặt ra yêu cầu xem xét mức độ hấp dẫn và khả năng tiếp cận của cơ chế niêm yết trong bối cảnh pháp luật đã được hoàn thiện theo hướng chặt chẽ hơn.

3.2. Xu hướng hủy niêm yết cổ phiếu

Trái ngược với xu hướng niêm yết mới, số lượng cổ phiếu hủy niêm yết trong giai đoạn 2020-2023 duy trì ở mức cao, thậm chí có những năm tăng mạnh. Cụ thể, tổng số cổ phiếu hủy niêm yết đạt 30 mã năm 2020, giảm nhẹ xuống 21 mã năm 2021, nhưng tăng trở lại lên 20 mã năm 2022 và đạt đỉnh 30 mã năm 2023, trước khi giảm nhẹ xuống 28 mã năm 2024 và 19 mã năm 2025.

Đáng chú ý, trong nhiều năm, số lượng cổ phiếu hủy niêm yết bằng hoặc vượt số lượng CPNY mới. Điển hình là năm 2023, khi chỉ có 9 CPNY mới nhưng có tới 30 cổ phiếu bị hủy niêm yết. Ngay cả trong năm 2024, số lượng hủy niêm yết (28 mã) vẫn cao hơn đáng kể so với số lượng niêm yết mới (12 mã).

Xét theo từng Sở giao dịch, số lượng cổ phiếu hủy niêm yết trên HNX có xu hướng cao và biến động mạnh hơn, trong khi HOSE cũng ghi nhận số lượng hủy niêm yết đáng kể, phản ánh áp lực duy trì điều kiện niêm yết và nghĩa vụ tuân thủ pháp luật đối với DNNY ở cả hai phân khúc thị trường.

Kết luận: Tổng hợp các số liệu cho thấy, trong giai đoạn 2020 - 2024, thị trường CPNY tại Việt Nam có xu hướng hủy niêm yết nhiều hơn NYCP mới. Điều này phản ánh một trạng thái vận động mang tính chọn lọc mạnh mẽ của thị trường, trong đó việc duy trì tư cách niêm yết ngày càng chịu áp lực lớn từ các điều kiện pháp lý và yêu cầu tuân thủ.

Dưới góc độ nghiên cứu pháp luật về NYCP, xu hướng này có ý nghĩa gián tiếp quan trọng. Một mặt, số lượng hủy niêm yết ở mức cao có thể được nhìn nhận như hệ quả của việc siết chặt điều kiện và nghĩa vụ niêm yết, qua đó góp phần nâng cao kỷ luật và chất lượng hàng hóa trên thị trường. Mặt khác, việc số lượng niêm yết mới không tăng tương xứng cũng đặt ra yêu cầu tiếp tục đánh giá mức độ cân bằng của khung pháp luật về NYCP giữa mục tiêu sàng lọc, bảo vệ NĐT và mục tiêu khuyến khích doanh nghiệp tham gia thị trường.

Như vậy, các số liệu về niêm yết và hủy niêm yết trong giai đoạn 2020 - 2024 cung cấp cơ sở thực chứng quan trọng để nhận diện những đặc điểm vận hành của thị trường CPNY trong bối cảnh pháp luật chứng khoán có nhiều thay đổi, đồng thời làm nền cho các phân tích tiếp theo về quy mô, chiều sâu và mức độ phát triển của thị trường trong các mục sau của phụ lục này.

4. Thống kê và phân tích giá trị vốn hóa và thanh khoản của thị trường cổ phiếu niêm yết

Các số liệu được trình bày và phân tích trong Mục 4 tập trung vào HOSE, không bao gồm dữ liệu của HNX hay toàn bộ TTCK. Việc lựa chọn HOSE làm đối tượng thống kê xuất phát từ vai trò trung tâm của HOSE trong cấu trúc TTCK Việt Nam, nơi tập trung phần lớn các DNNY có quy mô lớn, mức độ chuẩn hóa cao và giá trị vốn hóa chiếm tỷ trọng chủ yếu của thị trường CPNY. Bên cạnh đó, trong thực tiễn vận hành, HOSE không chỉ phản ánh xu hướng phát triển chung của thị trường CPNY mà còn là phân khúc chịu tác động rõ nét nhất từ các quy định pháp luật về điều kiện niêm yết, nghĩa vụ CBTT và QTCT. Do đó, mặc dù phạm vi số liệu giới hạn ở HOSE, các chỉ tiêu về giá trị vốn hóa và thanh khoản được phân tích trong phụ lục này vẫn có ý nghĩa đại diện tương đối, cho phép phản ánh hiệu quả vận hành của thị trường CPNY và làm cơ sở thực chứng cho các đánh giá liên quan đến pháp luật về NYCP tại Việt Nam.

4.1. Vốn hóa thị trường cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh

VỐN HÓA THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH (HOSE)

	Đơn vị tính: Tỷ VND
	Nguồn: HOSE
Ngày giao dịch	**Vốn hóa thị trường HOSE (tỷ VNĐ)**
31/12/2025	**8,310,145**
28/11/2025	7,498,472
31/10/2025	7,255,023
30/09/2025	7,204,747
29/08/2025	7,275,347
31/07/2025	6,484,917
30/06/2025	5,917,395
30/05/2025	5,724,957
29/04/2025	5,122,632
31/03/2025	5,456,546
28/02/2025	5,441,002
24/01/2025	5,271,337
31/12/2024	**5,207,883**
29/11/2024	5,137,373
31/10/2024	5,198,793

30/09/2024	5,285,275
30/08/2024	5,272,345
31/07/2024	5,123,373
28/06/2024	5,084,118
31/05/2024	5,141,025
26/04/2024	4,923,957
29/03/2024	5,225,602
29/02/2024	5,068,342
31/01/2024	4,708,459
29/12/2023	**4,556,471**
30/11/2023	4,408,575
31/10/2023	4,140,828
29/09/2023	4,620,492
31/08/2023	4,895,568
31/07/2023	4,874,036
30/06/2023	4,466,895
31/05/2023	4,287,692
28/04/2023	4,184,538
31/03/2023	4,246,354
28/02/2023	4,086,248
31/01/2023	4,433,603
30/12/2022	**4,017,295**
30/11/2022	4,184,586
31/10/2022	4,102,674
30/09/2022	4,504,509
31/08/2022	5,092,550
29/07/2022	4,793,700
30/06/2022	4,758,219
31/05/2022	5,126,683
29/04/2022	5,422,648
31/03/2022	5,907,181
28/02/2022	5,890,701
28/01/2022	5,784,537
31/12/2021	**5,838,114**
30/11/2021	5,752,833
29/10/2021	5,600,935
30/09/2021	5,134,817
31/08/2021	5,019,204

30/07/2021	4,926,511
30/06/2021	5,285,353
31/05/2021	4,977,748
29/04/2021	4,649,059
31/03/2021	4,465,279
26/02/2021	4,365,733
29/01/2021	3,945,437
31/12/2020	**4,080,757**
30/11/2020	3,605,916
30/10/2020	3,285,261
30/09/2020	3,210,365
31/08/2020	3,118,643
31/07/2020	2,793,383
30/06/2020	2,874,204
29/05/2020	3,009,177
29/04/2020	2,678,992
31/03/2020	2,306,978
28/02/2020	3,015,949
31/01/2020	3,201,710

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ website của UBCKNN

Dữ liệu về vốn hóa thị trường CPNY trên HOSE trong giai đoạn từ tháng 01/2020 đến tháng 12/2025 cho thấy xu hướng biến động rõ nét về quy mô thị trường, phản ánh mức độ phát triển cũng như khả năng hấp thụ của thị trường CPNY trong bối cảnh pháp luật chứng khoán có nhiều thay đổi quan trọng. Xét theo mốc cuối tháng 12 hằng năm, giá trị vốn hóa thị trường HOSE có xu hướng tăng mạnh trong giai đoạn 2020-2022, sau đó điều chỉnh và biến động đáng kể trong giai đoạn 2022-2023, trước khi phục hồi trở lại trong năm 2024.

Cụ thể, vốn hóa thị trường tại thời điểm cuối năm 2020 đạt khoảng 3,201 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh lên 5,838 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2021. Đây là giai đoạn thị trường ghi nhận sự mở rộng nhanh về quy mô, gắn liền với làn sóng DNNY và sự gia tăng mạnh mẽ của dòng tiền trên thị trường cổ phiếu. Tuy nhiên, sang cuối năm 2022, vốn hóa thị trường HOSE giảm xuống còn khoảng 4,017 nghìn tỷ đồng, phản ánh giai đoạn điều chỉnh mạnh của thị trường. Mức vốn hóa này tiếp tục duy trì ở ngưỡng thấp hơn so với giai đoạn đỉnh trong năm 2023, đạt khoảng 4,556 nghìn tỷ đồng vào cuối năm. Diễn biến này cho thấy quy mô thị trường CPNY chịu tác động đáng kể từ các yếu tố kinh tế vĩ mô và tâm lý thị trường, đồng thời đặt ra yêu cầu về tính ổn định và bền vững của chất lượng hàng hóa niêm yết.

Đến cuối năm 2024, vốn hóa thị trường HOSE phục hồi và đạt khoảng 5,208 nghìn

tỷ đồng, tiệm cận trở lại mức cao của giai đoạn 2021. Thời điểm cuối năm 2025, vốn hóa thị trường HOSE đạt mức kỷ lục với hơn 8,310 nghìn tỷ đồng. Xu hướng phục hồi và tăng trưởng này diễn ra trong bối cảnh thị trường dần ổn định hơn, đồng thời cho thấy khả năng hấp thụ vốn và phục hồi quy mô của thị trường CPNY khi niềm tin của NĐT được cải thiện.

Nếu quan sát diễn biến theo tháng, có thể nhận thấy vốn hóa thị trường HOSE biến động khá mạnh trong từng năm, đặc biệt trong giai đoạn 2021-2023. Tuy nhiên, các biến động ngắn hạn theo tháng chủ yếu phản ánh yếu tố thị trường và chu kỳ kinh tế, trong khi xu hướng theo năm mới là chỉ báo phù hợp hơn để đánh giá sự thay đổi về quy mô cấu trúc của thị trường CPNY.

Từ góc độ nghiên cứu pháp luật về NYCP, xu hướng biến động vốn hóa thị trường HOSE trong giai đoạn 2020-2025 mang ý nghĩa gián tiếp quan trọng. Sự gia tăng nhanh của vốn hóa trong giai đoạn đầu cho thấy cơ chế niêm yết đã góp phần mở rộng quy mô thị trường và thu hút dòng vốn. Ngược lại, giai đoạn suy giảm và điều chỉnh mạnh đặt ra yêu cầu đối với pháp luật về niêm yết trong việc bảo đảm chất lượng DNNY, tăng tính minh bạch và nâng cao khả năng chống chịu của thị trường trước các cú sốc.

Như vậy, sự phát triển và biến động của vốn hóa thị trường CPNY trên HOSE không chỉ phản ánh quy mô thị trường mà còn cho thấy mối liên hệ chặt chẽ giữa chất lượng cơ chế niêm yết, mức độ tuân thủ pháp luật của DNNY và niềm tin của NĐT. Đây là cơ sở thực chứng quan trọng để tiếp tục đánh giá vai trò của pháp luật về NYCP trong việc hướng tới một thị trường cổ phiếu phát triển ổn định và bền vững hơn.

4.2. Khối lượng và giá trị giao dịch

KHỐI LƯỢNG VÀ GIÁ TRỊ GIAO DỊCH CỔ PHIẾU NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH (HOSE)

Đơn vị tính: ***Khối lượng: 100 cổ phiếu***
Giá trị: Triệu đồng
Nguồn: HOSE

Thời gian	Khối lượng giao dịch (đơn vị: 100 cổ phiếu)	Giá trị giao dịch (đơn vị: triệu đồng)
	Toàn thị trường HOSE	Toàn thị trường HOSE
Dec-25	**188,407,785**	**545,842,608**
Nov-25	162,473,520	456,377,491
Oct-25	249,336,694	747,781,007
Sep-25	246,136,089	684,020,505
Aug-25	386,237,613	1,046,459,156
Jul-25	344,110,970	809,127,902
Jun-25	192,987,654	441,599,667

May-25	194,591,883	435,057,742
Apr-25	213,494,455	468,877,479
Mar-25	196,346,993	439,045,307
Feb-25	142,043,232	317,634,801
Jan-25	82,131,466	193,942,518
Dec-24	**135,449,397**	**321,549,115**
Nov-24	122,533,159	298,959,604
Oct-24	157,336,468	369,993,528
Sep-24	132,146,798	304,494,863
Aug-24	154,668,731	365,080,151
Jul-24	156,366,418	390,926,888
Jun-24	181,246,070	463,750,293
May-24	193,913,491	479,326,801
Apr-24	173,579,741	411,958,944
Mar-24	227,085,947	561,961,874
Feb-24	146,047,498	333,524,330
Jan-24	173,501,093	367,363,276
Dec-23	**157,258,046**	**339,265,460**
Nov-23	181,677,619	368,124,934
Oct-23	149,111,516	317,199,714
Sep-23	195,599,514	446,482,345
Aug-23	241,052,192	512,583,506
Jul-23	191,076,320	386,187,230
Jun-23	198,541,582	374,476,054
May-23	145,324,197	245,644,812
Apr-23	130,929,011	223,881,665
Mar-23	122,866,095	213,001,632
Feb-23	119,288,671	202,563,106
Jan-23	97,446,278	170,528,828
Dec-22	**187,723,881**	**313,713,175**
Nov-22	164,610,940	256,851,724
Oct-22	124,842,713	243,481,655
Sep-22	111,972,992	270,081,493
Aug-22	152,857,898	362,364,149
Jul-22	110,897,289	244,536,555
Jun-22	128,795,568	322,955,683
May-22	115,605,109	304,790,723
Apr-22	144,486,652	446,886,680
Mar-22	193,356,502	612,017,761
Feb-22	119,095,773	374,315,590
Jan-22	172,765,335	526,593,742
Dec-21	**209,527,061**	**627,650,907**
Nov-21	240,731,053	722,172,090

Oct-21	159,552,820	472,712,097
Sep-21	147,345,380	425,038,756
Aug-21	158,650,925	514,731,742
Jul-21	136,670,687	456,795,069
Jun-21	165,675,545	531,542,535
May-21	146,787,250	448,552,794
Apr-21	151,902,829	376,167,447
Mar-21	154,046,777	363,529,474
Feb-21	88,671,436	214,507,158
Jan-21	157,311,123	345,839,785
Dec-20	**145,070,434**	**292,916,190**
Nov-20	89,560,936	183,503,255
Oct-20	95,723,393	185,924,322
Sep-20	77,548,948	143,829,060
Aug-20	62,781,891	110,232,278
Jul-20	64,752,671	107,721,239
Jun-20	99,220,482	153,000,915
May-20	62,816,235	114,784,127
Apr-20	56,144,090	86,785,556
Mar-20	59,869,707	97,831,187
Feb-20	40,608,935	76,831,036
Jan-20	32,152,259	65,802,841

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ website của UBCKNN

Khối lượng và giá trị giao dịch CPNY trên HOSE trong giai đoạn từ tháng 01/2020 đến tháng 12/2025 phản ánh rõ nét mức độ thanh khoản và chiều sâu vận hành của thị trường CPNY. Đây là nhóm chỉ tiêu có ý nghĩa đặc biệt quan trọng trong việc đánh giá khả năng hấp thụ vốn, mức độ tham gia của NĐT và hiệu quả lưu chuyển của hàng hóa niêm yết trên thị trường.

Xét theo xu hướng chung từng năm, khối lượng và giá trị giao dịch trên HOSE tăng mạnh trong giai đoạn 2020-2021, đạt mức cao trong năm 2021, sau đó điều chỉnh rõ rệt trong năm 2022, phục hồi dần trong năm 2023 và duy trì ở mức tương đối cao trong năm 2024 và 2025.

Cụ thể, giai đoạn năm 2020 ghi nhận mức thanh khoản còn tương đối thấp, phản ánh quy mô và mức độ tham gia thị trường còn hạn chế. Sang năm 2021, khối lượng và giá trị giao dịch tăng đột biến, với nhiều tháng đạt mức rất cao, cho thấy thị trường bước vào giai đoạn sôi động, dòng tiền luân chuyển mạnh và sự tham gia rộng rãi của NĐT. Tuy nhiên, từ năm 2022, thanh khoản thị trường có xu hướng suy giảm và biến động mạnh. Mặc dù vẫn xuất hiện những tháng có khối lượng và giá trị giao dịch cao, mặt bằng chung thấp hơn đáng kể so với giai đoạn đỉnh năm 2021. Diễn biến này phản ánh sự điều chỉnh của thị trường sau giai đoạn tăng nóng, đồng thời cho thấy mức độ nhạy cảm của thanh khoản đối với các yếu tố kinh tế vĩ mô, tâm lý thị trường và chất lượng hàng hóa niêm yết.

Bước sang năm 2023, thanh khoản thị trường có dấu hiệu phục hồi từng phần, thể hiện qua sự gia tăng dần của khối lượng và giá trị giao dịch trong nhiều tháng so với năm 2022. Xu hướng này tiếp tục được duy trì trong năm 2024 và 2025, khi khối lượng và giá trị giao dịch nhìn chung ổn định hơn, dù chưa quay trở lại mức cao nhất của giai đoạn 2021. Điều này cho thấy thị trường CPNY đang dần lấy lại nhịp vận hành bình thường, với sự tham gia thận trọng hơn nhưng bền vững hơn của NĐT.

Nếu quan sát diễn biến theo tháng, có thể nhận thấy thanh khoản thị trường HOSE biến động mạnh, đặc biệt trong các giai đoạn thị trường tăng trưởng nhanh hoặc điều chỉnh sâu. Tuy nhiên, các biến động ngắn hạn này chủ yếu phản ánh yếu tố chu kỳ và tâm lý, trong khi xu hướng theo năm mới là cơ sở phù hợp để đánh giá mức độ phát triển và ổn định của thị trường CPNY.

Dưới góc độ nghiên cứu pháp luật về NYCP, xu hướng thanh khoản trong giai đoạn 2020-2025 cho thấy mối liên hệ chặt chẽ giữa quy mô thị trường, chất lượng DNNY và niềm tin của NĐT. Thanh khoản tăng mạnh trong giai đoạn thị trường mở rộng cho thấy cơ chế niêm yết đã góp phần tạo lập hàng hóa và thu hút dòng tiền; trong khi giai đoạn suy giảm và biến động mạnh đặt ra yêu cầu đối với pháp luật về niêm yết trong việc tăng cường minh bạch thông tin, nâng cao chất lượng niêm yết và củng cố kỷ luật thị trường.

Như vậy, khối lượng và giá trị giao dịch CPNY trên HOSE không chỉ phản ánh mức độ sôi động của thị trường mà còn là chỉ báo gián tiếp về hiệu quả vận hành của cơ chế niêm yết. Việc duy trì thanh khoản ổn định và bền vững gắn liền với yêu cầu hoàn thiện pháp luật về NYCP theo hướng nâng cao chất lượng hàng hóa, bảo đảm minh bạch và củng cố niềm tin của NĐT trong dài hạn.

Kết luận: Các chỉ tiêu về giá trị vốn hóa và thanh khoản của thị trường CPNY trên HOSE trong giai đoạn 2020-2025 cho thấy thị trường đã trải qua những biến động rõ rệt về quy mô và chiều sâu vận hành. Vốn hóa thị trường tăng mạnh trong giai đoạn thuận lợi, suy giảm khi thị trường điều chỉnh và phục hồi trở lại trong bối cảnh ổn định hơn, phản ánh tính chu kỳ và mức độ nhạy cảm của thị trường CPNY. Thanh khoản thị trường biến động tương ứng với diễn biến vốn hóa và tâm lý NĐT, cho thấy mối liên hệ chặt chẽ giữa khả năng lưu chuyển của hàng hóa niêm yết, chất lượng DNNY và mức độ minh bạch, kỷ luật thị trường và hiệu quả thực thi các quy định pháp luật liên quan đến NYCP.

Từ đó cho thấy, quy mô và thanh khoản của thị trường CPNY có mối quan hệ hữu cơ với chất lượng cơ chế niêm yết. Một cơ chế niêm yết được thiết kế và thực thi hiệu quả không chỉ góp phần mở rộng quy mô thị trường mà còn tạo điều kiện cho sự vận hành thông suốt, ổn định và bền vững của thị trường thông qua việc củng cố niềm tin của NĐT. Đây là cơ sở thực tiễn quan trọng để tiếp tục xem xét vai trò của pháp luật về NYCP trong việc nâng cao chất lượng thị trường CPNY trong các nội dung tiếp theo của phụ lục và trong phần nghiên cứu chính của luận án.

5. Thống kê và phân tích mức độ tham gia của nhà đầu tư trên thị trường

SỐ LƯỢNG TÀI KHOẢN NHÀ ĐẦU TƯ TRONG NƯỚC VÀ NƯỚC NGOÀI

				Đơn vị tính:	***Tài khoản***
				Nguồn:	***UBCKNN***
Thời gian	**Trong nước**		**Nước ngoài**		**Tổng cộng**
	Cá nhân	**Tổ chức**	**Cá nhân**	**Tổ chức**	
31/1/2020	2,342,287	10,168	28,731	3,736	2,384,922
31/12/2021	4,257,724	12,977	35,374	4,136	4,310,211
31/12/2022	6,839,633	14,727	38,383	4,328	6,897,071
31/12/2023	7,230,742	16,235	40,833	4,551	7,292,361
31/12/2024	9,232,471	17,737	43,138	4,642	9,297,988
31/12/2025	11,802,531	19,214	45,411	4,777	11,871,933

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ website của UBCKNN

Số liệu về số lượng tài khoản NĐT trong nước và nước ngoài giai đoạn 2020-2025 do UBCKNN công bố phản ánh rõ nét mức độ tham gia và sự mở rộng của cơ sở NĐT trên thị trường CPNY. Đây là chỉ tiêu quan trọng cho thấy sức hấp dẫn của thị trường cũng như mức độ lan tỏa của hoạt động NYCP trong nền kinh tế.

Xét theo quy mô tổng thể, tổng số tài khoản nhà đầu tư tăng liên tục và mạnh mẽ trong suốt giai đoạn nghiên cứu, từ khoảng 2,38 triệu tài khoản cuối năm 2020 lên 4,31 triệu tài khoản năm 2021, 6,9 triệu tài khoản năm 2022, 7,29 triệu tài khoản năm 2023, gần 9,3 triệu tài khoản năm 2024 và đạt 11,8 triệu tài khoản vào cuối năm 2025. Xu hướng tăng trưởng ổn định này cho thấy mức độ tham gia của NĐT trên thị trường CPNY ngày càng mở rộng, đặc biệt trong bối cảnh thị trường trải qua nhiều biến động về quy mô và thanh khoản.

Xét theo cơ cấu nhà đầu tư, số lượng tài khoản của NĐT trong nước, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân, chiếm tỷ trọng áp đảo và là động lực chính của sự gia tăng tổng số tài khoản. Số lượng tài khoản cá nhân trong nước tăng từ khoảng 2,34 triệu năm 2020 lên gần 11,9 triệu năm 2025, phản ánh sự tham gia ngày càng sâu rộng của công chúng đầu tư vào thị trường cổ phiếu. Trong khi đó, số lượng tài khoản của NĐT tổ chức trong nước tăng chậm hơn và duy trì ở mức khiêm tốn, cho thấy cấu trúc NĐT trên thị trường vẫn nghiêng mạnh về phía NĐT cá nhân.

Đối với NĐT nước ngoài, số lượng tài khoản cá nhân và tổ chức đều tăng nhẹ qua các năm nhưng chiếm tỷ trọng rất nhỏ so với tổng số tài khoản. Điều này cho thấy, mặc dù thị trường CPNY Việt Nam có sự mở rộng về quy mô NĐT, mức độ tham gia của NĐT nước ngoài vẫn còn hạn chế, phản ánh những rào cản nhất định liên quan đến tính minh bạch, khả năng tiếp cận thông tin và chất lượng hàng hóa niêm yết.

Kết luận: Dưới góc độ nghiên cứu pháp luật về NYCP, xu hướng gia tăng mạnh số lượng tài khoản NĐT, đặc biệt là NĐT cá nhân trong nước, đặt ra yêu cầu ngày càng cao

đối với khung pháp luật niêm yết trong việc bảo đảm minh bạch thông tin, nâng cao chất lượng DNNY và tăng cường cơ chế bảo vệ NĐT. Mức độ tham gia ngày càng rộng của NĐT cho thấy vai trò trung tâm của pháp luật về NYCP không chỉ trong việc tổ chức thị trường mà còn trong việc củng cố niềm tin và bảo đảm sự phát triển ổn định, bền vững của thị trường CPNY.

6. Nhận định tổng hợp từ dữ liệu thống kê

Các dữ liệu thống kê về tình hình niêm yết và hủy NYCP, quy mô vốn hóa, thanh khoản thị trường và mức độ tham gia của NĐT trong giai đoạn 2020-2025 không nhằm phản ánh toàn diện sự vận động của thị trường cổ phiếu dưới góc độ kinh tế - tài chính mà được sử dụng như cơ sở thực chứng để củng cố và kiểm chứng các đánh giá về pháp luật điều chỉnh hoạt động NYCP đã được phân tích trong nội dung nghiên cứu chính của luận án.

Trước hết, xu hướng số lượng cổ phiếu hủy niêm yết ở mức cao và trong nhiều thời điểm vượt số lượng CPNY mới cho thấy cơ chế niêm yết đang vận hành theo hướng sàng lọc ngày càng rõ nét. Dưới góc độ pháp lý, điều này phản ánh tác động thực tế của các quy định về điều kiện niêm yết, nghĩa vụ CBTT và nghĩa vụ duy trì tư cách niêm yết, qua đó khẳng định vai trò của pháp luật về NYCP như một công cụ thiết lập kỷ luật và nâng cao chất lượng hàng hóa trên thị trường.

Bên cạnh đó, các biến động về vốn hóa và thanh khoản cho thấy quy mô và chiều sâu của thị trường CPNY chịu ảnh hưởng đáng kể từ mức độ ổn định và hiệu quả thực thi của khung pháp luật niêm yết. Những giai đoạn thị trường mở rộng nhanh thường gắn với kỳ vọng tích cực của NĐT, trong khi các giai đoạn điều chỉnh mạnh cho thấy yêu cầu tăng cường tính minh bạch, tính nhất quán và hiệu lực thực thi của các quy định pháp luật liên quan đến NYCP.

Đặc biệt, sự gia tăng mạnh mẽ số lượng tài khoản NĐT, chủ yếu là NĐT cá nhân trong nước, làm gia tăng đáng kể phạm vi và mức độ tác động xã hội của pháp luật về NYCP. Trong bối cảnh đó, pháp luật về NYCP không chỉ đóng vai trò điều chỉnh hoạt động của DNNY mà còn là cơ chế bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của số đông NĐT tham gia thị trường.

Tổng hợp các dữ liệu thống kê cho thấy, pháp luật về NYCP có mối liên hệ chặt chẽ với chất lượng, quy mô và mức độ bền vững của thị trường CPNY. Những kết quả thực chứng này là cơ sở quan trọng để khẳng định tính cần thiết của việc tiếp tục hoàn thiện pháp luật về NYCP theo hướng nâng cao hiệu quả thực thi, bảo đảm kỷ luật thị trường và củng cố niềm tin của NĐT, phù hợp với định hướng phát triển ổn định và minh bạch của TTCK Việt Nam.

PHỤ LỤC 5.
PHỎNG VẤN CHUYÊN GIA
VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

1. Mục đích, phạm vi và phương pháp thực hiện

1.1. Mục đích của phỏng vấn sâu

Phụ lục này được xây dựng nhằm thu thập các ý kiến chuyên môn mang tính cá nhân của những chủ thể có kinh nghiệm thực tiễn trong quá trình xây dựng, áp dụng và tuân thủ pháp luật về NYCP. Thông qua phỏng vấn sâu, nghiên cứu hướng tới việc làm rõ cách hiểu và cách vận dụng các quy định pháp luật về NYCP trong thực tiễn, đồng thời nhận diện những khó khăn, vướng mắc pháp lý phát sinh trong quá trình áp dụng các quy định này.

Kết quả phỏng vấn được sử dụng như nguồn dữ liệu bổ trợ, qua đó kiểm chứng, minh họa và làm sâu sắc thêm các nhận định, đánh giá và kiến nghị hoàn thiện pháp luật về NYCP được trình bày trong nội dung chính của luận án.

1.2. Phạm vi và giới hạn của phỏng vấn

Phụ lục chỉ tập trung vào hoạt động phỏng vấn sâu chuyên gia, không bao gồm nội dung khảo sát định lượng NĐT (sẽ được trình bày riêng tại Phụ lục 6). Các cuộc phỏng vấn không nhằm xây dựng các kết luận mang tính đại diện thống kê mà hướng tới việc khai thác chiều sâu nhận thức và kinh nghiệm thực tiễn của từng cá nhân được phỏng vấn.

Các ý kiến thu thập được trong quá trình phỏng vấn được hiểu là quan điểm cá nhân của người trả lời, không phản ánh và không được suy diễn là quan điểm chính thức của cơ quan, tổ chức hay pháp nhân nơi cá nhân công tác. Do đó, các kết quả phỏng vấn chỉ có giá trị tham khảo và không thay thế cho các kết luận mang tính học thuật trong luận án.

1.3. Phương pháp thực hiện và xử lý dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phỏng vấn bán cấu trúc (semi-structured interview). Theo đó, tác giả xây dựng trước một khung câu hỏi định hướng xoay quanh các vấn đề pháp lý cốt lõi của NYCP, đồng thời linh hoạt điều chỉnh nội dung và trình tự câu hỏi trong quá trình phỏng vấn để phù hợp với bối cảnh trao đổi và kinh nghiệm thực tiễn của từng người được phỏng vấn.

Các cuộc phỏng vấn được tiến hành trực tiếp hoặc trực tuyến, trên cơ sở có sự đồng thuận của người tham gia. Dữ liệu thu thập được xử lý bằng phương pháp phân tích định tính, trong đó áp dụng kỹ thuật mã hóa chủ đề (thematic analysis) nhằm xác định và hệ thống hóa các vấn đề pháp lý nổi bật được các chuyên gia đề cập, từ đó đối chiếu với các phân tích quy phạm pháp luật trong luận án.

2. Đối tượng phỏng vấn và tiêu chí lựa chọn

2.1. Nhóm chuyên gia đến từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Nhóm đối tượng thứ nhất bao gồm các chuyên gia là lãnh đạo cấp ban hoặc chuyên viên chính đang công tác tại UBCKNN. Trong nghiên cứu này, nhóm đối tượng này được

tiếp cận với tư cách là những người trực tiếp tham gia vào quá trình xây dựng, hướng dẫn và tổ chức thực thi pháp luật về NYCP.

Việc phỏng vấn nhóm chuyên gia này nhằm làm rõ quan điểm cá nhân của người thực thi pháp luật đối với tính hợp lý, tính khả thi và hiệu quả của các quy định pháp luật hiện hành về NYCP, cũng như những khó khăn phát sinh trong quá trình áp dụng các quy định đó trên thực tế. Các ý kiến được ghi nhận không được hiểu là quan điểm chính thức của UBCKNN mà chỉ phản ánh góc nhìn chuyên môn cá nhân của người được phỏng vấn.

2.2. Nhóm chuyên gia đến từ doanh nghiệp niêm yết

Nhóm đối tượng thứ hai bao gồm các chuyên gia là lãnh đạo hoặc cán bộ phụ trách pháp chế hoặc tài chính của các doanh nghiệp đã hoặc đang thực hiện thủ tục NYCP trên TTCK Việt Nam. Trong nghiên cứu này, các doanh nghiệp được tiếp cận với tư cách là chủ thể chịu sự điều chỉnh trực tiếp của pháp luật về NYCP.

Việc lựa chọn nhóm đối tượng này nhằm khai thác trải nghiệm thực tiễn của doanh nghiệp trong quá trình tuân thủ các điều kiện, thủ tục và nghĩa vụ pháp lý khi NYCP. Cần nhấn mạnh rằng các doanh nghiệp được phỏng vấn không được tiếp cận với tư cách là CTCK hay tổ chức tư vấn phát hành; mọi nội dung trao đổi chỉ tập trung vào vai trò của doanh nghiệp với tư cách là chủ thể niêm yết.

3. Nội dung phỏng vấn sâu

3.1. Nhóm vấn đề về khung pháp luật niêm yết cổ phiếu

Nội dung phỏng vấn trước hết tập trung vào việc ghi nhận các nhận định chung của chuyên gia về mức độ đầy đủ, rõ ràng và nhất quán của khung pháp luật hiện hành về NYCP. Các chuyên gia được đề nghị đánh giá sự phù hợp của các quy định pháp luật hiện hành với thực tiễn TTCK Việt Nam, cũng như chỉ ra những điểm chưa thống nhất hoặc còn gây khó khăn trong quá trình áp dụng.

3.2. Nhóm vấn đề về điều kiện và thủ tục niêm yết

Phỏng vấn tiếp tục khai thác ý kiến của chuyên gia về tính hợp lý của các điều kiện NYCP, bao gồm các yêu cầu về tài chính, QTCT và CBTT. Đồng thời, nghiên cứu làm rõ mức độ minh bạch và khả dự đoán của thủ tục niêm yết trên thực tế, cũng như những vướng mắc pháp lý mà doanh nghiệp thường gặp khi thực hiện thủ tục này.

3.3. Nhóm vấn đề về nghĩa vụ pháp lý của doanh nghiệp niêm yết

Một nội dung quan trọng khác của phỏng vấn là việc đánh giá các nghĩa vụ pháp lý của DNNY, đặc biệt là nghĩa vụ CBTT khi niêm yết và trong giai đoạn sau niêm yết. Các chuyên gia được đề nghị nhận định về chi phí tuân thủ pháp luật phát sinh từ các nghĩa vụ này, cũng như phân biệt giữa những nghĩa vụ mang tính hình thức và những nghĩa vụ có tác động thực chất đến tính minh bạch và quản trị doanh nghiệp.

3.4. Nhóm vấn đề về hiệu quả thực thi và kiến nghị hoàn thiện pháp luật

Trên cơ sở các nội dung trao đổi nêu trên, phỏng vấn hướng tới việc ghi nhận đánh giá tổng thể của chuyên gia về hiệu quả của pháp luật về NYCP trong thực tiễn. Đồng

thời, các chuyên gia được đề nghị đưa ra những kiến nghị mang tính định hướng đối với việc sửa đổi, bổ sung và hoàn thiện pháp luật về NYCP trong thời gian tới.

4. Cách thức sử dụng kết quả phỏng vấn trong luận án

Kết quả phỏng vấn sâu được sử dụng trong luận án với tư cách là nguồn dữ liệu bổ trợ cho phân tích quy phạm pháp luật. Các ý kiến phỏng vấn không được sử dụng như căn cứ duy nhất cho bất kỳ kết luận pháp lý nào mà chỉ nhằm minh họa, kiểm chứng hoặc làm rõ các nhận định đã được rút ra từ việc phân tích hệ thống pháp luật về NYCP.

Khi trích dẫn kết quả phỏng vấn, nghiên cứu thực hiện nguyên tắc ẩn danh đối với người được phỏng vấn, chỉ nêu chức danh hoặc vai trò chung, không gắn với cá nhân hay pháp nhân cụ thể. Việc trích dẫn được thực hiện có chọn lọc, bảo đảm không làm sai lệch ý kiến của người trả lời và không vượt quá phạm vi nghiên cứu đã xác định.

5. Phân tích kết quả phỏng vấn và liên hệ với các vấn đề pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam

5.1. Nhóm vấn đề về khung pháp luật về niêm yết cổ phiếu

5.1.1. Nhận định của nhóm chuyên gia đến từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Từ các ý kiến thu thập được, nhóm chuyên gia đến từ UBCKNN nhìn chung có sự thống nhất trong đánh giá rằng khung pháp luật về NYCP ở Việt Nam hiện nay đã được hình thành tương đối đầy đủ, có tính hệ thống và ngày càng tiệm cận với thông lệ quốc tế. Hệ thống quy định từ Luật Chứng khoán đến các nghị định, thông tư hướng dẫn đã xác lập khá rõ ràng thẩm quyền quản lý nhà nước, vai trò của SGDCK cũng như quyền và nghĩa vụ cơ bản của DNNY. Theo các chuyên gia, đây là nền tảng quan trọng góp phần nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết, củng cố kỷ luật thị trường và bảo vệ quyền, lợi ích hợp pháp của NĐT.

Tuy nhiên, các ý kiến cũng cho thấy sự đồng thuận cao về việc khung pháp luật hiện hành vẫn tồn tại những điểm cần tiếp tục hoàn thiện. Một số quy định chưa thật sự rõ ràng, cách hiểu và cách áp dụng chưa thống nhất, đặc biệt đối với các tiêu chí mang tính định tính hoặc các yêu cầu liên quan đến hồ sơ tài chính, lịch sử tăng vốn trước niêm yết. Bên cạnh đó, một số tiêu chuẩn vẫn còn thiên về hình thức, chưa phản ánh đầy đủ chất lượng quản trị và năng lực thực chất của doanh nghiệp.

Một nhóm ý kiến đáng chú ý từ phía cơ quan quản lý tập trung vào mối quan hệ giữa NYCP, chào bán chứng khoán và đăng ký CTĐC. Các chuyên gia cho rằng việc pháp luật hiện hành tách rời các thủ tục này, dù đã có những bước cải tiến, vẫn chưa giải quyết được triệt để các điểm nghẽn trong thực tiễn áp dụng. Hệ quả là có những trường hợp doanh nghiệp chào bán thành công nhưng không đủ điều kiện niêm yết hoặc ĐKGD do sự không thống nhất về điều kiện và thời điểm xét hồ sơ, làm giảm hiệu lực và tính khả thi của các quy định pháp luật liên quan.

Ngoài ra, nhóm chuyên gia UBCKNN cũng chỉ ra rằng việc tuân thủ pháp luật về niêm yết trên thực tế đòi hỏi doanh nghiệp không chỉ đáp ứng các quy định của pháp luật chứng khoán mà còn phải tuân thủ đồng bộ pháp luật doanh nghiệp, pháp luật kế toán –

kiểm toán và các quy định liên quan đến QTCT. Sự giao thoa này, nếu thiếu hướng dẫn thống nhất, có thể trở thành rào cản đối với cả doanh nghiệp và cơ quan áp dụng pháp luật.

5.1.2. Nhận định của nhóm chuyên gia đến từ doanh nghiệp niêm yết

Từ góc độ của các doanh nghiệp, các ý kiến phỏng vấn cũng ghi nhận sự cải thiện rõ rệt của khung pháp luật về NYCP trong thời gian qua, đặc biệt sau khi LCK năm 2019 và các văn bản hướng dẫn được ban hành. Nhiều ý kiến đánh giá cao những cải cách theo hướng rút ngắn thời gian xử lý hồ sơ, tăng cường yêu cầu minh bạch, nâng cao trách nhiệm pháp lý của các chủ thể tham gia thị trường.

Tuy nhiên, nhóm doanh nghiệp cũng phản ánh nhiều khó khăn mang tính thực tiễn. Nổi bật là tình trạng pháp luật vẫn mang nặng tính quản lý hành chính, chưa đủ linh hoạt để phản ánh sự đa dạng về quy mô, mô hình và mức độ phát triển của doanh nghiệp. Các tiêu chí niêm yết và thủ tục hành chính được cho là còn phức tạp, thiếu hướng dẫn chi tiết, dẫn đến chi phí tuân thủ cao và kéo dài thời gian chuẩn bị niêm yết.

Ngoài ra, doanh nghiệp thường gặp vướng mắc trong việc áp dụng đồng thời các quy định của LCK và Luật Doanh nghiệp, đặc biệt liên quan đến QTCT, giao dịch với người có liên quan và CBTT. Một số ý kiến cũng cho rằng yêu cầu về kiểm toán, chỉ tiêu tài chính và nghĩa vụ minh bạch tuy cần thiết, nhưng trong điều kiện thực tiễn có thể tạo áp lực lớn, làm gia tăng rủi ro pháp lý và ảnh hưởng đến khả năng niêm yết thành công cũng như hiệu quả huy động vốn.

5.1.3. Liên hệ với các đánh giá về khung pháp luật niêm yết cổ phiếu trong luận án

Tổng hợp các ý kiến từ hai nhóm đối tượng cho thấy sự tương đồng rõ nét với các đánh giá trong luận án về khung pháp luật NYCP tại Việt Nam. Các dữ liệu phỏng vấn củng cố nhận định rằng pháp luật về niêm yết đã đạt được mức độ hoàn thiện nhất định, song vẫn tồn tại những hạn chế về tính thống nhất, tính minh bạch và tính khả thi trong thực tiễn áp dụng. Những vấn đề này không chỉ xuất phát từ nội dung quy phạm mà còn từ mối quan hệ chưa thật sự đồng bộ giữa các lĩnh vực pháp luật có liên quan.

Do đó, kết quả phỏng vấn sâu trong nhóm vấn đề này đóng vai trò như một nguồn thực chứng quan trọng, góp phần làm rõ hơn các đánh giá pháp lý về khung pháp luật NYCP, đồng thời khẳng định tính cần thiết của việc tiếp tục hoàn thiện pháp luật theo hướng nâng cao hiệu quả thực thi và phù hợp hơn với thực tiễn vận hành của thị trường.

5.2. Nhóm vấn đề về điều kiện và thủ tục niêm yết cổ phiếu

5.2.1. Nhận định của nhóm chuyên gia đến từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Các ý kiến từ nhóm chuyên gia thuộc UBCKNN cho thấy sự thống nhất tương đối cao trong đánh giá rằng các điều kiện NYCP hiện hành có vai trò quan trọng trong việc sàng lọc doanh nghiệp, nâng cao chất lượng hàng hóa và củng cố kỷ luật thị trường. Theo các chuyên gia, hệ thống điều kiện niêm yết được thiết kế nhằm bảo đảm tính minh bạch, an toàn cho NĐT và khuyến khích doanh nghiệp nâng cao năng lực tài chính, quản trị và tuân thủ pháp luật trước khi tham gia thị trường niêm yết.

Tuy nhiên, các ý kiến cũng chỉ ra rằng mức độ hợp lý của điều kiện niêm yết không chỉ nằm ở nội dung quy định mà còn phụ thuộc đáng kể vào cách thức áp dụng trong mối liên hệ với các thủ tục pháp lý khác, đặc biệt là chào bán chứng khoán và đăng ký CTĐC. Một số chuyên gia cho rằng việc gắn kết chặt chẽ hơn giữa điều kiện niêm yết và điều kiện chào bán ở khâu đầu vào sẽ giúp nâng cao hiệu quả sàng lọc, đồng thời giảm thiểu các tình huống doanh nghiệp chào bán thành công nhưng không thể đưa chứng khoán vào giao dịch hoặc niêm yết do không đáp ứng đồng bộ các điều kiện pháp lý.

Một vấn đề pháp lý nổi bật được nhóm chuyên gia UBCKNN đề cập là mối quan hệ giữa nghĩa vụ tuân thủ của DNNY và quyền giao dịch của cổ đông, NĐT. Theo đó, một số chế tài áp dụng đối với vi phạm nghĩa vụ CBTT hoặc nghĩa vụ QTCT của doanh nghiệp có thể dẫn đến đình chỉ hoặc hủy niêm yết, qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến quyền tự do giao dịch trên TTCK của cổ đông và NĐT. Các ý kiến cho rằng cách tiếp cận này chưa thật sự phân biệt rõ trách nhiệm của bộ máy quản lý, điều hành doanh nghiệp với quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT, từ đó đặt ra yêu cầu tiếp tục rà soát sự tương xứng giữa nghĩa vụ pháp lý và hệ quả pháp lý trong cơ chế duy trì NYCP.

Bên cạnh đó, một số chuyên gia cũng ghi nhận những cải tiến tích cực trong thủ tục niêm yết, như rút ngắn thời gian xử lý hồ sơ, đơn giản hóa thành phần hồ sơ và tăng tính công khai, minh bạch của quy trình. Tuy vậy, đối với một số nhóm doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp lần đầu tiếp cận thị trường vốn, việc đáp ứng đầy đủ các yêu cầu về hồ sơ, kiểm toán và quản trị vẫn đòi hỏi thời gian và nguồn lực đáng kể.

5.2.2. Nhận định của nhóm chuyên gia đến từ doanh nghiệp niêm yết

Từ góc độ doanh nghiệp, các ý kiến phỏng vấn cho thấy sự thừa nhận chung rằng các điều kiện niêm yết hiện nay về cơ bản phù hợp với mục tiêu bảo vệ NĐT và nâng cao chất lượng hàng hóa trên thị trường. Các doanh nghiệp đánh giá cao việc các tiêu chuẩn niêm yết được quy định tương đối rõ ràng, minh bạch và có tính dự báo, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn và nền tảng quản trị tốt.

Tuy nhiên, nhóm doanh nghiệp cũng phản ánh nhiều hạn chế trong thực tiễn áp dụng. Nổi bật là việc một số điều kiện niêm yết còn mang tính cứng nhắc, đặc biệt là các tiêu chí về lợi nhuận và quy mô vốn, chưa thực sự phù hợp với doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp tăng trưởng nhanh hoặc doanh nghiệp đổi mới sáng tạo. Thủ tục niêm yết, dù đã được chuẩn hóa, vẫn bị đánh giá là phức tạp, kéo dài thời gian chuẩn bị và làm gia tăng chi phí tuân thủ, nhất là chi phí tư vấn, kiểm toán và hoàn thiện hệ thống quản trị.

Một số ý kiến cũng cho rằng khung pháp lý hiện hành chưa có cơ chế phù hợp để tiếp cận các mô hình doanh nghiệp mới, như doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo hoặc doanh nghiệp dự án, trong khi các yêu cầu về kế toán, kiểm toán và quản trị lại đặt ra áp lực lớn ngay từ giai đoạn chuẩn bị niêm yết. Điều này có thể làm giảm động lực niêm yết của một bộ phận doanh nghiệp, dù có tiềm năng tăng trưởng và đóng góp tích cực cho thị trường trong dài hạn.

5.2.3. Liên hệ với các đánh giá về điều kiện niêm yết và nghĩa vụ doanh nghiệp trong

luận án

Tổng hợp các ý kiến từ hai nhóm đối tượng cho thấy sự tương đồng đáng kể với các đánh giá trong luận án về điều kiện NYCP và nghĩa vụ của DNNY. Các dữ liệu phỏng vấn củng cố nhận định rằng hệ thống điều kiện niêm yết hiện hành đã phát huy vai trò sàng lọc và bảo vệ NĐT, song vẫn cần tiếp tục hoàn thiện để bảo đảm tính linh hoạt, tính tương xứng giữa nghĩa vụ và hệ quả pháp lý, cũng như sự phù hợp với thực tiễn đa dạng của doanh nghiệp.

Kết quả phỏng vấn trong nhóm vấn đề này vì vậy đóng vai trò như nguồn thực chứng quan trọng, làm rõ hơn những hạn chế trong thiết kế và thực thi điều kiện niêm yết, đồng thời hỗ trợ các phân tích pháp lý trong luận án về yêu cầu hoàn thiện pháp luật NYCP theo hướng cân bằng giữa kỷ luật thị trường và khuyến khích doanh nghiệp tham gia thị trường.

5.3. Nhóm vấn đề về nghĩa vụ pháp lý của doanh nghiệp niêm yết

5.3.1. Nhận định của nhóm chuyên gia đến từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Các ý kiến từ nhóm chuyên gia thuộc UBCKNN cho thấy sự thống nhất cao trong việc xác định nghĩa vụ CBTT và nghĩa vụ về QTCT là hai trụ cột pháp lý có tác động thực chất nhất đối với việc nâng cao tính minh bạch của DNNY cũng như sự vận hành lành mạnh của thị trường cổ phiếu. Theo các chuyên gia, hệ thống nghĩa vụ này không chỉ nhằm cung cấp thông tin cho NĐT mà còn góp phần thiết lập kỷ luật thị trường, nâng cao trách nhiệm giải trình và chất lượng quản trị nội bộ của doanh nghiệp.

Đặc biệt, nghĩa vụ CBTT được đánh giá là công cụ trực tiếp và hiệu quả nhất để bảo đảm tính minh bạch, giảm bất cân xứng thông tin và bảo vệ NĐT. Các quy định hiện hành về CBTT định kỳ, bất thường và theo yêu cầu đã tạo khuôn khổ pháp lý tương đối đầy đủ, buộc DNNY phải duy trì mức độ minh bạch cao hơn so với các doanh nghiệp chưa niêm yết. Cùng với đó, các nghĩa vụ về QTCT, trách nhiệm của người quản lý, cơ chế kiểm soát nội bộ và kiểm toán độc lập được nhìn nhận là nền tảng giúp phòng ngừa rủi ro, hạn chế hành vi vi phạm và nâng cao chất lượng hoạt động doanh nghiệp.

Tuy nhiên, nhóm chuyên gia UBCKNN cũng ghi nhận rằng việc thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ pháp lý này đặt ra áp lực đáng kể đối với doanh nghiệp, đặc biệt là về nhân sự chuyên môn, hệ thống kiểm soát nội bộ và chi phí tuân thủ. Đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa, việc đáp ứng các yêu cầu cao về CBTT và QTCT có thể trở thành rào cản trong quá trình chuẩn bị niêm yết hoặc duy trì tư cách niêm yết. Điều này cho thấy tác động của các nghĩa vụ pháp lý là hai chiều: vừa nâng cao minh bạch và kỷ luật thị trường, vừa đặt ra thách thức trong thực tiễn áp dụng.

5.3.2. Nhận định của nhóm chuyên gia đến từ doanh nghiệp niêm yết

Từ góc độ doanh nghiệp, các ý kiến phỏng vấn phản ánh nhận thức khá rõ ràng về vai trò trung tâm của các nghĩa vụ pháp lý trong việc định hình tổ chức và hoạt động của DNNY. Phần lớn doanh nghiệp cho rằng nghĩa vụ CBTT và QTCT đã góp phần chuẩn hóa hệ thống quản trị, nâng cao trách nhiệm giải trình và cải thiện uy tín của doanh nghiệp

trên thị trường, qua đó hỗ trợ khả năng tiếp cận vốn và phát triển dài hạn.

Nhiều ý kiến nhấn mạnh rằng các nghĩa vụ pháp lý này không chỉ mang tính tuân thủ hình thức mà thực sự tác động đến cơ cấu tổ chức nội bộ, phương thức quản lý và điều hành doanh nghiệp. Việc phải CBTT thường xuyên, chịu sự giám sát của thị trường và cơ quan quản lý buộc DNNY vận hành trong một môi trường chịu sự điều chỉnh pháp lý chặt chẽ và giám sát thường xuyên của thị trường ở mức độ cao, nơi pháp luật trở thành yếu tố chi phối trực tiếp cách thức tổ chức và hoạt động.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp cũng phản ánh những áp lực không nhỏ phát sinh từ hệ thống nghĩa vụ pháp lý. Chi phí tuân thủ cao, yêu cầu khắt khe về kiểm toán, CBTT và QTCT, cùng với rủi ro pháp lý và áp lực từ dư luận thị trường là những thách thức thường xuyên được đề cập. Đối với một số doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ, các nghĩa vụ này có thể làm giảm tính linh hoạt trong quản lý và tạo tâm lý e ngại khi quyết định NYCP.

5.3.3. Liên hệ với các đánh giá về nghĩa vụ pháp lý của doanh nghiệp niêm yết trong luận án

Tổng hợp các ý kiến từ hai nhóm đối tượng cho thấy sự tương đồng rõ rệt với các phân tích trong luận án về vai trò của nghĩa vụ pháp lý đối với DNNY. Các dữ liệu phỏng vấn củng cố nhận định rằng nghĩa vụ CBTT và QTCT là nền tảng pháp lý cốt lõi để nâng cao tính minh bạch, bảo vệ NĐT và duy trì kỷ luật thị trường. Đồng thời, các ý kiến thực tiễn cũng làm rõ hơn những thách thức trong việc cân bằng giữa yêu cầu minh bạch, kỷ luật và khả năng tuân thủ của doanh nghiệp.

Kết quả phỏng vấn trong nhóm vấn đề này vì vậy đóng vai trò như nguồn thực chứng quan trọng, giúp làm sâu sắc thêm các đánh giá pháp lý trong luận án về nghĩa vụ của DNNY, đồng thời khẳng định yêu cầu hoàn thiện pháp luật theo hướng nâng cao hiệu quả thực thi, bảo đảm tính tương xứng giữa nghĩa vụ pháp lý và khả năng tuân thủ trong thực tiễn.

5.4. Nhóm vấn đề về hiệu quả thực thi và định hướng hoàn thiện pháp luật

5.4.1. Nhận định của nhóm chuyên gia đến từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Các ý kiến từ nhóm chuyên gia thuộc UBCKNN cho thấy cách nhìn tương đối thống nhất rằng pháp luật về NYCP trong thời gian qua đã phát huy vai trò tích cực trong việc hình thành và phát triển TTCK Việt Nam theo hướng minh bạch, ổn định và từng bước tiệm cận thông lệ quốc tế. Các quy định về điều kiện, thủ tục và nghĩa vụ niêm yết đã góp phần nâng cao chất lượng DNNY, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT, đồng thời tạo kỷ luật thị trường ở mức độ nhất định.

Tuy nhiên, hiệu quả thực thi của pháp luật về NYCP được đánh giá là chưa đồng đều, cả giữa các nhóm doanh nghiệp và giữa các giai đoạn phát triển của thị trường. Một số ý kiến cho rằng hiệu quả của pháp luật còn phụ thuộc đáng kể vào năng lực tuân thủ của doanh nghiệp, mức độ chủ động của các chủ thể tham gia thị trường và điều kiện kinh tế – thị trường cụ thể. Trong thực tiễn, vẫn tồn tại tình trạng tuân thủ mang tính hình thức, trong khi các hành vi vi phạm về CBTT, QTCT hoặc duy trì điều kiện niêm yết chưa luôn

được xử lý kịp thời và tương xứng.

Về định hướng hoàn thiện, nhóm chuyên gia UBCKNN nhấn mạnh yêu cầu gắn kết chặt chẽ hơn giữa chào bán chứng khoán, đăng ký CTĐC với niêm yết hoặc ĐKGD, theo hướng coi hoạt động chào bán là một khâu không tách rời của quy trình niêm yết. Việc thống nhất điều kiện và quy trình, đồng thời xây dựng cơ chế phối hợp, chia sẻ thông tin liên thông giữa UBCKNN và SGDCK được xem là giải pháp quan trọng để giảm chi phí tuân thủ và thủ tục hành chính cho doanh nghiệp, qua đó nâng cao hiệu quả thực thi pháp luật.

Bên cạnh đó, một số ý kiến đề xuất cần tiếp tục hoàn thiện pháp luật theo hướng tăng cường khả năng thích ứng trước các biến động và xu hướng mới của thị trường. Cụ thể, pháp luật có thể xem xét mở rộng không gian tự chủ và tự chịu trách nhiệm của doanh nghiệp trong một số trường hợp chào bán chứng khoán, trên cơ sở tăng cường yêu cầu minh bạch thông tin, nhằm hỗ trợ doanh nghiệp vượt qua các cú sốc bất khả kháng và góp phần huy động vốn cho nền kinh tế.

5.4.2. Nhận định của nhóm chuyên gia đến từ doanh nghiệp niêm yết

Từ góc độ doanh nghiệp, các ý kiến phỏng vấn nhìn chung ghi nhận rằng pháp luật về NYCP đã tạo ra khuôn khổ pháp lý cơ bản cho hoạt động huy động vốn, nâng cao minh bạch và củng cố niềm tin của NĐT. Việc tuân thủ các quy định về niêm yết được xem là yếu tố góp phần nâng cao uy tín doanh nghiệp, cải thiện quản trị và tăng khả năng tiếp cận vốn trên thị trường.

Tuy nhiên, nhóm doanh nghiệp cũng phản ánh rằng hiệu quả thực thi pháp luật trong thực tiễn chưa đạt mức tối ưu. Những hạn chế thường được đề cập bao gồm chi phí tuân thủ cao, thủ tục hành chính còn phức tạp, sự thiếu thống nhất trong hướng dẫn áp dụng các quy định mang tính định tính, cũng như khoảng cách giữa yêu cầu pháp lý và năng lực thực tế của doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ. Một số ý kiến cho rằng việc giám sát và xử lý vi phạm chưa luôn gắn chặt với chất lượng CBTT và QTCT, làm giảm tác dụng răn đe và phòng ngừa.

Về định hướng hoàn thiện, các doanh nghiệp đề xuất pháp luật về niêm yết cần được phát triển theo hướng linh hoạt và phân tầng hơn, phù hợp với quy mô, loại hình và mức độ phát triển của doanh nghiệp. Đồng thời, cần đơn giản hóa và chuẩn hóa thủ tục, giảm các yêu cầu trùng lặp, tăng cường hỗ trợ doanh nghiệp trước và sau niêm yết, cũng như hoàn thiện nghĩa vụ CBTT theo hướng thực chất. Nhiều ý kiến cũng nhấn mạnh việc chuyển trọng tâm quản lý từ tiền kiểm sang hậu kiểm, gắn với chế tài phân hóa và có tính phòng ngừa cao.

5.4.3. Liên hệ với các đánh giá và kiến nghị trong luận án

Tổng hợp ý kiến từ hai nhóm đối tượng cho thấy sự tương đồng rõ rệt với các phân tích và kiến nghị trong luận án về hiệu quả thực thi và yêu cầu hoàn thiện pháp luật về NYCP. Các dữ liệu phỏng vấn củng cố nhận định rằng pháp luật hiện hành đã tạo nền tảng quan trọng cho sự phát triển của thị trường, nhưng cần tiếp tục được hoàn thiện theo hướng nâng cao tính đồng bộ, tính khả thi và khả năng thích ứng với thực tiễn vận hành

đa dạng của thị trường.

Vì vậy, kết quả phỏng vấn trong nhóm vấn đề này đóng vai trò như nguồn thực chứng quan trọng, góp phần làm rõ hơn những hạn chế trong hiệu quả thực thi pháp luật và hỗ trợ các luận cứ pháp lý trong luận án về định hướng hoàn thiện pháp luật về NYCP ở Việt Nam trong thời gian tới.

6. Kết luận

Các kết quả phỏng vấn sâu đối với nhóm chuyên gia đến từ cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và nhóm chuyên gia đại diện cho DNNY cho thấy những nhận định có tính thống nhất cao về vai trò và ý nghĩa của pháp luật về NYCP trong việc định hình chất lượng, tính minh bạch và mức độ ổn định của thị trường cổ phiếu tại Việt Nam. Nhìn chung, các ý kiến đều ghi nhận rằng khung pháp luật về NYCP đã có những bước hoàn thiện quan trọng, từng bước tiệm cận thông lệ quốc tế và tạo nền tảng pháp lý cho sự phát triển của TTCK.

Tuy nhiên, các dữ liệu phỏng vấn cũng phản ánh rõ rằng hiệu quả thực thi của pháp luật về NYCP trong thực tiễn còn chưa đồng đều và chưa tương xứng với yêu cầu phát triển của thị trường. Những hạn chế được ghi nhận không chỉ xuất phát từ nội dung quy phạm pháp luật mà còn từ sự thiếu đồng bộ giữa các thủ tục pháp lý có liên quan, cách thức áp dụng các tiêu chí mang tính định tính, cũng như năng lực tuân thủ và tổ chức thực hiện của DNNY.

Đặc biệt, các ý kiến phỏng vấn đã làm rõ mối quan hệ chặt chẽ giữa điều kiện niêm yết, nghĩa vụ pháp lý của DNNY và cơ chế bảo vệ quyền, lợi ích hợp pháp của NĐT. Việc thực hiện các nghĩa vụ về CBTT và QTCT được xem là yếu tố nền tảng để nâng cao tính minh bạch và kỷ luật thị trường, song đồng thời cũng đặt ra thách thức về chi phí tuân thủ và khả năng đáp ứng của doanh nghiệp.

Tổng hợp các kết quả phỏng vấn cho thấy những nhận định thực tiễn này có sự tương đồng cao với các phân tích trong luận án, qua đó khẳng định giá trị của phương pháp phỏng vấn sâu như một công cụ hỗ trợ quan trọng, góp phần củng cố các đánh giá và luận cứ pháp lý về pháp luật NYCP ở Việt Nam.

BẢNG A. CÂU HỎI PHỎNG VẤN CHUYÊN GIA ĐẾN TỪ UBCKNN

(Đối tượng: Lãnh đạo Ban/chuyên viên chính có thâm niên công tác trên 10 năm của UBCKNN)

Nhóm 1. Nhóm vấn đề về khung pháp luật về NYCP

1.1. Ở góc độ cá nhân, ông/bà đánh giá như thế nào về khung pháp luật về NYCP ở Việt Nam hiện nay?

1.2. Trong quá trình áp dụng pháp luật, ông/bà nhận thấy những vấn đề trọng yếu nào của pháp luật về NYCP cần sớm được hoàn thiện để phù hợp hơn với thực tiễn thị trường?

Nhóm 2. Nhóm vấn đề về điều kiện và thủ tục NYCP

2.1. Dưới góc độ là người trực tiếp tham gia hoạt động áp dụng pháp luật, ông/bà đánh giá như thế nào về mức độ hợp lý của các điều kiện NYCP hiện nay?

2.2. Theo kinh nghiệm cá nhân của ông/bà, thủ tục NYCP hiện hành có bảo đảm được tính minh bạch và tạo điều kiện thuận lợi, khuyến khích DNNY hay không?

Nhóm 3. Nhóm vấn đề về nghĩa vụ của DNNY

3.1. Ông/bà nhận định như thế nào về các nghĩa vụ mà pháp luật hiện hành đặt ra đối với DNNY?

3.2. Theo quan điểm cá nhân của ông/bà, đâu là những nghĩa vụ pháp lý mang lại tác động thực chất nhất đối với việc nâng cao tính minh bạch của DNNY nói riêng và thị trường cổ phiếu nói chung?

Nhóm 4. Nhóm vấn đề về hiệu quả và định hướng hoàn thiện pháp luật

4.1. Từ thực tiễn áp dụng, ông/bà đánh giá khái quát về hiệu quả chung pháp luật về NYCP hiện nay như thế nào?

4.2. Theo ông/bà, trong thời gian tới, pháp luật về NYCP nên được hoàn thiện theo những định hướng nào để nâng cao hiệu quả thực thi?

BẢNG B. CÂU HỎI PHỎNG VẤN CHUYÊN GIA ĐẾN TỪ DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

(Đối tượng: Lãnh đạo/cán bộ phụ trách pháp chế, tài chính có thâm niên công tác trên 5 năm của doanh nghiệp)

Nhóm 1. Nhóm vấn đề về khung pháp luật về NYCP

1.1. Ông/bà đánh giá như thế nào về khung pháp luật về NYCP ở Việt Nam hiện nay?

1.2. Trong quá trình tìm hiểu và thực hiện pháp luật về NYCP, ông/bà gặp phải những vấn đề trọng yếu nào còn chưa rõ ràng hoặc có nhiều trở ngại?

Nhóm 2. Nhóm vấn đề về điều kiện và thủ tục NYCP

2.1. Ông/bà đánh giá như thế nào về mức độ phù hợp của các điều kiện NYCP hiện nay đối với tình hình hoạt động thực tế của doanh nghiệp?

2.2. Theo trải nghiệm cá nhân của ông/bà, thủ tục NYCP hiện hành có thuận lợi cho doanh nghiệp trong việc chuẩn bị và triển khai hay không?

Nhóm 3. Nhóm vấn đề về nghĩa vụ của DNNY

3.1. Các nghĩa vụ pháp lý của DNNY, đặc biệt là nghĩa vụ công bố thông tin và QTCT, tác động như thế nào đến quá trình tổ chức và hoạt động của doanh nghiệp?

3.2. Theo ông/bà, trong các nghĩa vụ pháp lý hiện hành, nghĩa vụ nào mang lại giá trị thực chất nhất cho doanh nghiệp và thị trường?

Nhóm 4. Nhóm vấn đề về hiệu quả và định hướng hoàn thiện pháp luật

4.1. Từ thực tiễn áp dụng, ông/bà đánh giá khái quát về hiệu quả chung pháp luật về NYCP hiện nay như thế nào?

4.2. Ông/bà có đề xuất hoặc kiến nghị nào nhằm hoàn thiện pháp luật về NYCP theo hướng phù hợp hơn với thực tiễn hoạt động của doanh nghiệp?

PHỤ LỤC 6.
BÁO CÁO KẾT QUẢ KHẢO SÁT Ý KIẾN NHÀ ĐẦU TƯ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

1. Mục tiêu khảo sát

Khảo sát được thực hiện nhằm thu thập ý kiến của NĐT về hoạt động NYCP tại Việt Nam, qua đó cung cấp dữ liệu định lượng bổ trợ cho các nhận định và kiến nghị trong nghiên cứu về pháp luật NYCP. Trọng tâm của khảo sát hướng tới ba phương diện: (i) mức độ hiểu biết và nhận thức của NĐT về hoạt động NYCP; (ii) mức độ quan tâm và kỳ vọng đối với hoạt động NYCP; và (iii) mức độ tin cậy và đánh giá đối với hoạt động NYCP.

2. Thiết kế bảng hỏi và thang đo

Bảng hỏi được thiết kế gồm 03 phần chính, với tổng số 23 câu hỏi, sử dụng thang đo Likert 5 mức độ (từ mức độ thấp đến mức độ cao). Cấu trúc bảng hỏi gồm:

Phần I: Khảo sát mức độ hiểu biết và nhận thức của NĐT về hoạt động NYCP ở Việt Nam (08 câu hỏi);

Phần II: Khảo sát mức độ quan tâm và kỳ vọng của NĐT về hoạt động NYCP ở Việt Nam (07 câu hỏi);

Phần III: Khảo sát mức độ tin cậy và đánh giá của NĐT về hoạt động NYCP ở Việt Nam (08 câu hỏi).

Việc sử dụng thang đo Likert 5 mức độ cho phép lượng hóa cảm nhận và đánh giá của NĐT, từ đó thuận lợi cho việc tổng hợp theo tỷ lệ lựa chọn và/hoặc điểm trung bình, đồng thời hỗ trợ so sánh giữa các nhóm nội dung.

3. Cách thức thực hiện khảo sát và thu thập dữ liệu

Khảo sát được thực hiện thông qua hình thức bảng hỏi trực tuyến, sử dụng nền tảng Google Form. Đối tượng khảo sát là các NĐT cá nhân đang tham gia TTCK Việt Nam. Phiếu khảo sát được phát thông qua các CTCK và các kênh tiếp cận NĐT phù hợp, bảo đảm người trả lời có trải nghiệm thực tế trên thị trường.

Quá trình khảo sát thu về tổng cộng 352 phiếu trả lời hợp lệ. Các phiếu không đầy đủ thông tin hoặc không đáp ứng tiêu chí đối tượng khảo sát (nếu có) đã được loại bỏ. Số lượng phiếu thu thập được được sử dụng làm cơ sở dữ liệu cho việc phân tích định lượng và đánh giá trong Phụ lục này.

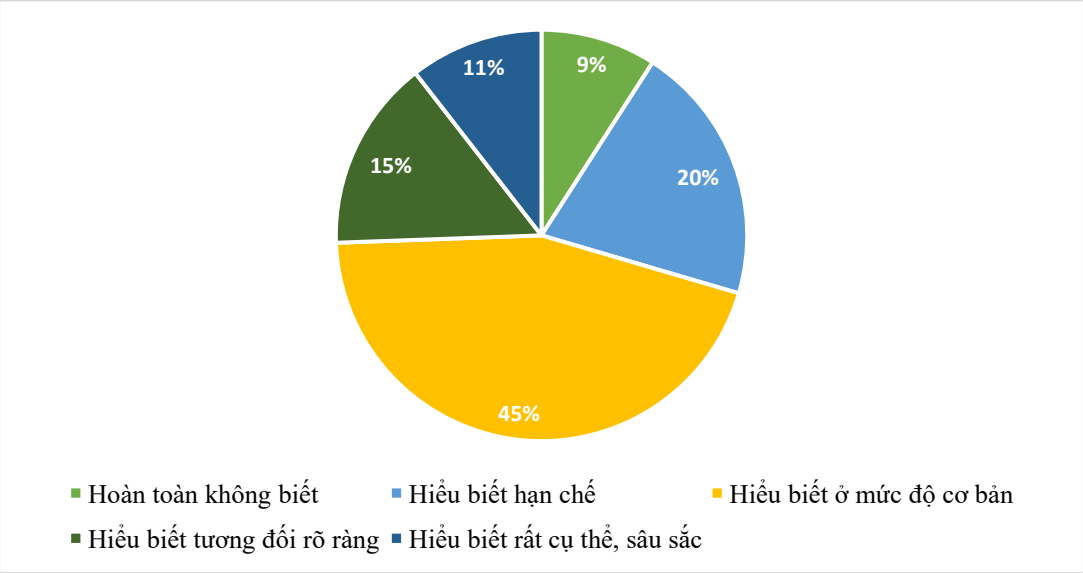
4. Cách thức trình bày và nguyên tắc phân tích

Trong báo cáo này, các kết quả được trình bày theo từng nhóm nội dung, trên cơ sở lựa chọn 5 câu hỏi tiêu biểu cho mỗi phần. Phân tích được thực hiện theo các nguyên tắc:

- Mô tả xu hướng chung của phân phối câu trả lời (tập trung ở mức đồng ý/không đồng ý, mức trung tính, hoặc phân tán);
- Xác định các điểm nổi bật (mức độ đồng thuận cao, mức độ nghi ngại cao, hoặc khoảng trống nhận thức);
- Liên hệ ý nghĩa của kết quả khảo sát với mục tiêu nghiên cứu pháp luật về NYCP.

5. Kết quả khảo sát và phân tích

5.1. Khảo sát mức độ hiểu biết và nhận thức của nhà đầu tư về hoạt động niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam

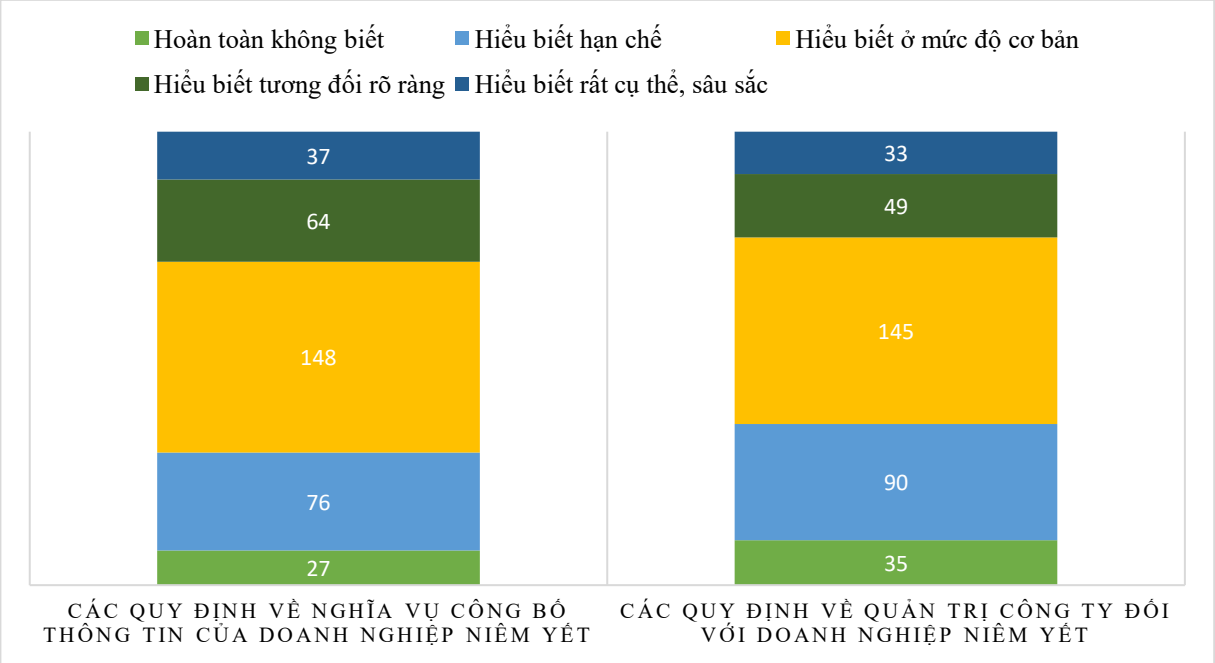


Biểu đồ 3.1. Mức độ hiểu biết của nhà đầu tư về điều kiện niêm yết cổ phiếu

Biểu đồ 3.1 phản ánh mức độ hiểu biết của NĐT về các điều kiện cơ bản để một công ty được NYCP trên thị TTCK tập trung. Kết quả khảo sát cho thấy mức độ hiểu biết của NĐT còn phân hóa và chủ yếu tập trung ở các mức trung bình.

Cụ thể, số NĐT cho biết "hiểu biết ở mức độ cơ bản" chiếm tỷ lệ cao nhất với 158/352 người (44,9%). Bên cạnh đó, nhóm có mức "hiểu biết tương đối rõ ràng" và "hiểu biết rất cụ thể, sâu sắc" lần lượt là 53 người (15,1%) và 37 người (10,5%), tức tổng cộng 90 người (25,6%) có mức độ hiểu biết tương đối trở lên. Ở chiều ngược lại, nhóm NĐT có mức hiểu biết thấp vẫn chiếm tỷ lệ đáng kể. Cụ thể, 32 người (9,1%) cho biết hoàn toàn không biết và 72 người (20,5%) cho biết chỉ hiểu biết hạn chế. Như vậy, có tới 104/352 người (29,6%) chưa nắm được hoặc chỉ nắm rất hạn chế các quy định về điều kiện NYCP.

Kết quả này cho thấy, mặc dù đa số NĐT đã có nhận thức nhất định về điều kiện niêm yết, song mức độ hiểu biết chủ yếu dừng ở tầng "cơ bản", chưa đạt tới mức hiểu rõ và sâu sắc. Điều này đặt ra yêu cầu cần tiếp tục tăng cường khả năng tiếp cận và phổ biến thông tin pháp lý liên quan đến điều kiện niêm yết, nhằm giúp NĐT hiểu đúng vai trò của niêm yết như một cơ chế sàng lọc doanh nghiệp trên thị trường cổ phiếu.



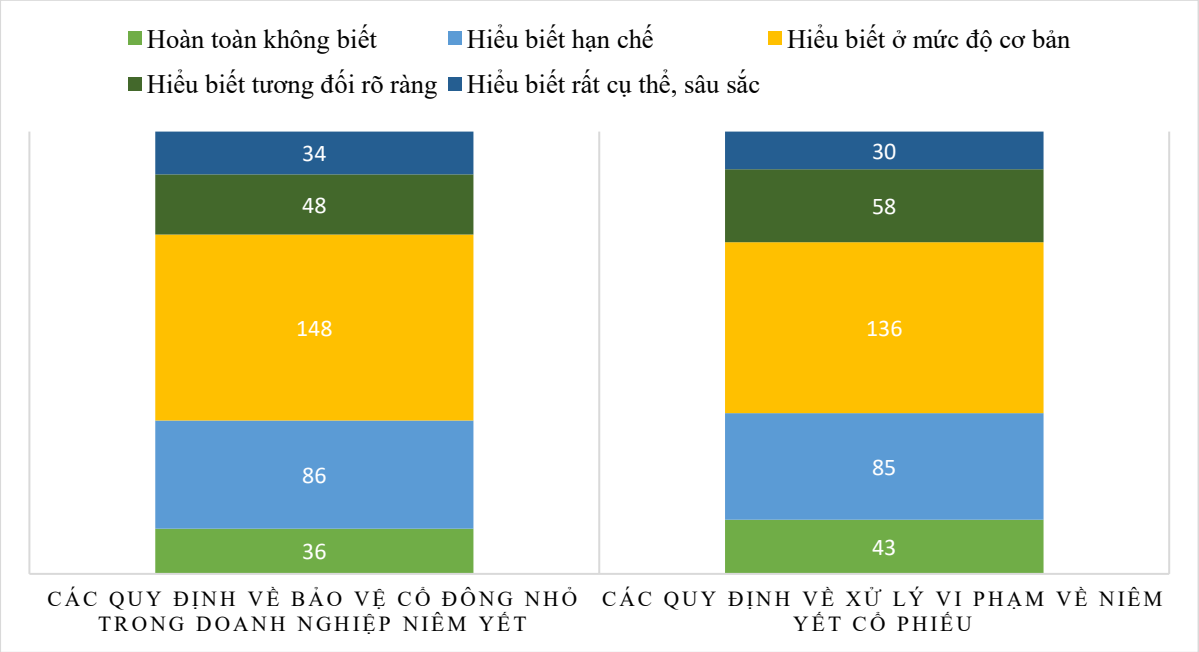
Biểu đồ 3.2. Mức độ hiểu biết của nhà đầu tư về nghĩa vụ công bố thông tin và quản trị công ty của doanh nghiệp niêm yết

Biểu đồ 3.2 tổng hợp kết quả khảo sát về mức độ hiểu biết của NĐT đối với hai nội dung cốt lõi gắn liền với DNNY, bao gồm nghĩa vụ CBTT và các quy định về QTCT.

Đối với nghĩa vụ CBTT, nhóm NĐT có mức hiểu biết ở mức độ cơ bản chiếm tỷ lệ cao nhất với 148 người (42,0%). Nhóm có mức hiểu biết tương đối rõ ràng và hiểu biết rất cụ thể, sâu sắc lần lượt là 64 người (18,2%) và 37 người (10,5%), tương đương 101 người (28,7%) có mức hiểu biết khá trở lên. Tuy nhiên, vẫn còn 27 người (7,7%) hoàn toàn không biết và 76 người (21,6%) chỉ hiểu biết hạn chế, chiếm tổng cộng 29,3% số người được hỏi.

Đối với quy định về QTCT, mức độ hiểu biết của NĐT có xu hướng thấp hơn so với nghĩa vụ CBTT. Cụ thể, số người chỉ hiểu biết ở mức độ cơ bản là 145 người (41,2%), trong khi số người có mức hiểu biết tương đối rõ ràng và sâu sắc chỉ đạt 82 người (23,3%). Đáng chú ý, nhóm NĐT có mức hiểu biết thấp (hoàn toàn không biết và hiểu biết hạn chế) lên tới 125 người (35,5%).

So sánh hai nội dung cho thấy NĐT có xu hướng hiểu biết tốt hơn về nghĩa vụ CBTT – nội dung thường xuyên được tiếp cận qua báo cáo, thông báo doanh nghiệp – trong khi các quy định về QTCT, vốn mang tính kỹ thuật và pháp lý cao hơn, lại chưa được nắm bắt đầy đủ. Điều này cho thấy NĐT thường quan tâm và tập trung nhiều vào nội dung thông tin được công bố trong khi mức độ hiểu biết về các quy định pháp lý và cơ chế ràng buộc trách nhiệm của DNNY vẫn còn hạn chế.



Biểu đồ 3.3. Mức độ hiểu biết của nhà đầu tư về cơ chế bảo vệ cổ đông và xử lý vi phạm về niêm yết cổ phiếu

Biểu đồ 3.3 phản ánh mức độ hiểu biết của NĐT đối với các quy định pháp luật về bảo vệ cổ đông nhỏ và các hình thức xử lý vi phạm trong hoạt động NYCP. Đây là nhóm nội dung gắn trực tiếp với khả năng bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT trên thị trường.

Kết quả khảo sát cho thấy, đối với nhóm quy định về bảo vệ cổ đông nhỏ, số NĐT có mức hiểu biết ở mức độ cơ bản chiếm 148 người (42,0%). Nhóm có mức hiểu biết tương đối rõ ràng và sâu sắc là 82 người (23,3%), trong khi nhóm có mức hiểu biết thấp vẫn chiếm tới 122 người (34,7%), bao gồm 36 người (10,2%) hoàn toàn không biết và 86 người (24,4%) hiểu biết hạn chế.

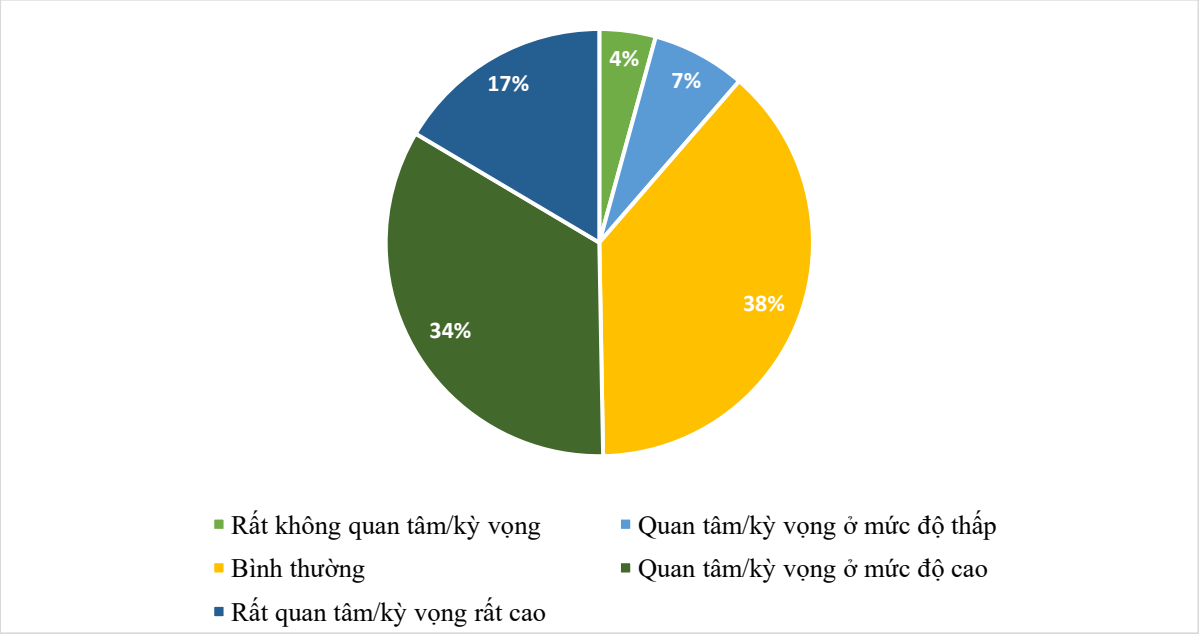
Đối với vấn đề về xử lý vi phạm pháp luật về NYCP, mức độ hiểu biết của NĐT còn thấp hơn. Nhóm hiểu biết ở mức độ cơ bản là 136 người (38,6%), trong khi nhóm có mức hiểu biết tương đối rõ ràng và sâu sắc chỉ đạt 88 người (25,0%). Đáng chú ý, số NĐT có mức hiểu biết thấp chiếm 128 người (36,4%), trong đó 43 người (12,2%) hoàn toàn không nắm được các quy định về xử lý vi phạm trong hoạt động NYCP.

Những số liệu này cho thấy, nhận thức của NĐT về các cơ chế bảo vệ pháp lý và chế tài xử lý vi phạm còn hạn chế, đặc biệt là đối với các quy định mang tính hậu kiểm. Điều này có thể ảnh hưởng trực tiếp đến mức độ tin cậy của NĐT đối với cơ chế niêm yết và khả năng sử dụng pháp luật như một công cụ bảo vệ quyền lợi chính đáng của mình.

Kết luận: Tổng hợp kết quả khảo sát về mức độ hiểu biết và nhận thức cho thấy NĐT cá nhân tại Việt Nam đã có một nền tảng nhận thức nhất định về hoạt động NYCP, song mức độ hiểu biết chủ yếu vẫn dừng ở mức cơ bản. Tỷ lệ NĐT có hiểu biết sâu và tương đối rõ ràng chưa chiếm ưu thế, trong khi nhóm có hiểu biết hạn chế hoặc không

biết vẫn ở mức đáng kể, đặc biệt đối với các nội dung mang tính kỹ thuật pháp lý như QTCT, bảo vệ cổ đông và xử lý vi phạm. Kết quả này củng cố cho nhận định rằng bên cạnh việc hoàn thiện nội dung pháp luật về NYCP, cần đặc biệt chú trọng tới việc nâng cao mức độ hiểu biết và nhận thức của NĐT, coi đây là điều kiện nền tảng để cơ chế niêm yết phát huy hiệu quả thực chất trong việc nâng cao chất lượng thị trường và bảo vệ quyền lợi NĐT.

5.2. Khảo sát mức độ quan tâm và kỳ vọng của nhà đầu tư về hoạt động niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam



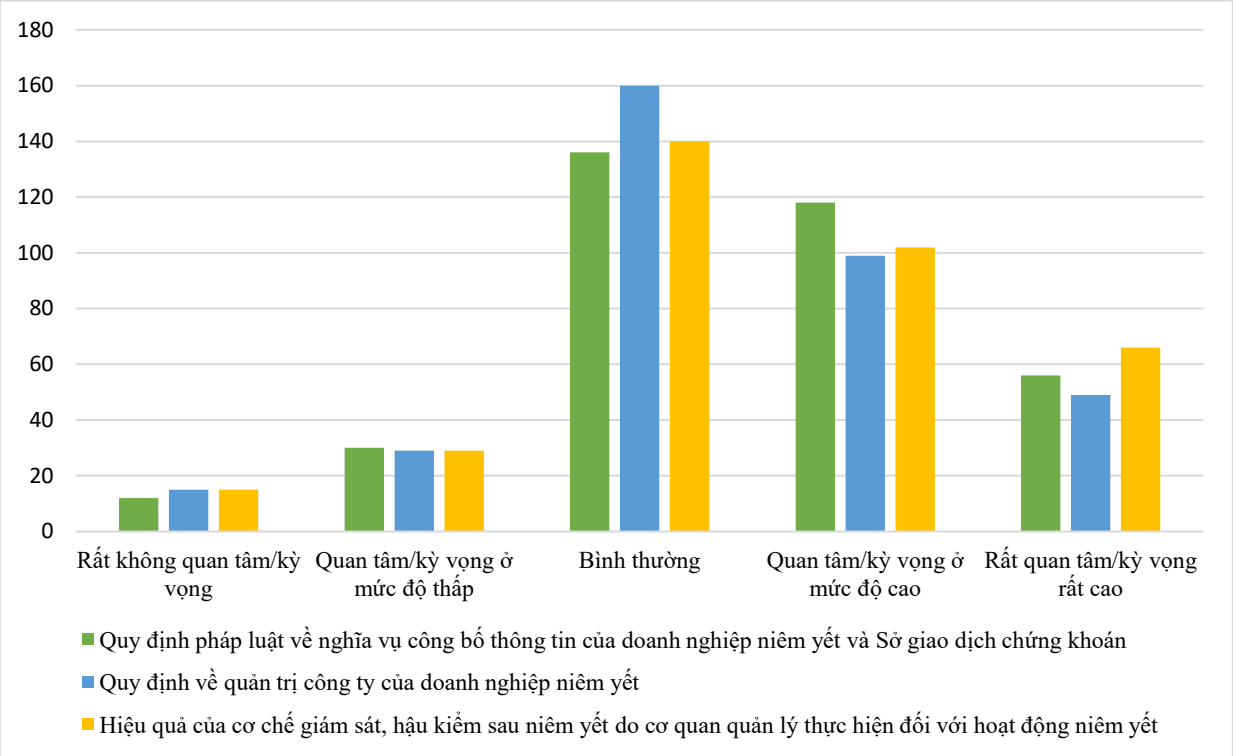
Biểu đồ 3.4. Mức độ quan tâm và kỳ vọng của nhà đầu tư đối với việc nâng cao tiêu chuẩn, điều kiện niêm yết cổ phiếu

Biểu đồ 3.4 phản ánh mức độ quan tâm và kỳ vọng của NĐT đối với việc pháp luật nâng cao tiêu chuẩn và điều kiện niêm yết nhằm bảo đảm chất lượng doanh nghiệp tham gia thị trường cổ phiếu.

Kết quả khảo sát cho thấy, nhóm NĐT thể hiện mức độ quan tâm và kỳ vọng ở mức độ cao và rất cao chiếm tỷ lệ đáng kể, với 119 người (33,8%) lựa chọn mức cao và 58 người (16,5%) lựa chọn mức rất cao. Như vậy, tổng cộng có 177/352 người (50,3%) bày tỏ sự quan tâm và kỳ vọng tích cực đối với việc nâng cao tiêu chuẩn và điều kiện niêm yết. Bên cạnh đó, nhóm NĐT có thái độ trung tính chiếm 135 người (38,4%), phản ánh một bộ phận không nhỏ NĐT chưa hình thành kỳ vọng rõ ràng hoặc còn thận trọng trong đánh giá về khả năng cải thiện của khung pháp luật niêm yết. Ở chiều ngược lại, số NĐT có mức độ quan tâm và kỳ vọng thấp tương đối hạn chế, với 25 người (7,1%) ở mức thấp và 15 người (4,3%) ở mức rất thấp, tương ứng 11,4% tổng số người khảo sát.

Nhìn chung, kết quả này cho thấy NĐT có xu hướng ủng hộ việc siết chặt và nâng cao tiêu chuẩn niêm yết, coi đây là một công cụ quan trọng để nâng cao chất lượng hàng hóa trên thị trường cổ phiếu. Tuy nhiên, tỷ lệ lựa chọn ở mức trung tính vẫn ở mức khá

cao, cho thấy kỳ vọng của NĐT chưa hoàn toàn được củng cố bằng niềm tin vững chắc vào hiệu quả thực thi của pháp luật hiện hành.



Biểu đồ 3.5. Mức độ quan tâm của nhà đầu tư đối với nghĩa vụ công bố thông tin, quản trị công ty và cơ chế giám sát sau niêm yết

Biểu đồ 3.5 tổng hợp mức độ quan tâm của NĐT đối với ba nội dung có ý nghĩa trực tiếp đến tính minh bạch và chất lượng của DNNY, bao gồm nghĩa vụ CBTT, quy định về QTCT và hiệu quả của cơ chế giám sát, hậu kiểm sau niêm yết.

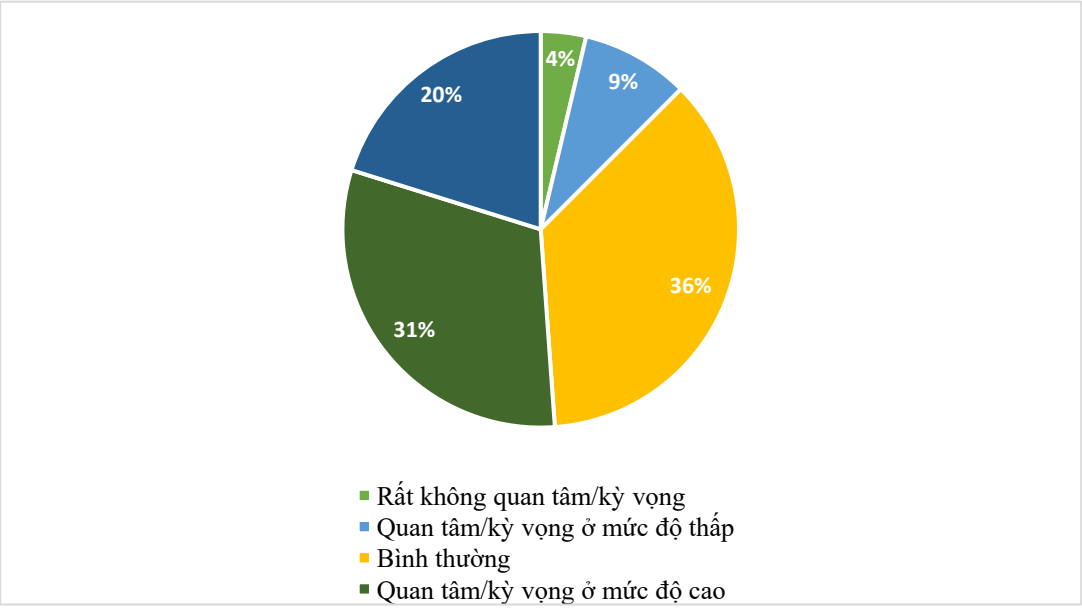
Đối với nghĩa vụ CBTT, số NĐT thể hiện mức độ quan tâm cao và rất cao đạt 118 người (33,5%) và 56 người (15,9%), tương đương 174 người (49,4%). Nhóm trung tính chiếm 136 người (38,6%), trong khi nhóm có mức độ quan tâm thấp và rất thấp chiếm 42 người (11,9%).

Đối với quy định về QTCT, mức độ quan tâm của NĐT có xu hướng thấp hơn so với nghĩa vụ CBTT. Cụ thể, nhóm quan tâm ở mức cao và rất cao đạt 148 người (42,0%), trong khi nhóm trung tính chiếm tỷ lệ khá lớn với 160 người (45,5%). Nhóm quan tâm thấp và rất thấp vẫn chiếm 44 người (12,5%).

Đối với hiệu quả của cơ chế giám sát, hậu kiểm sau niêm yết, mức độ quan tâm của NĐT có xu hướng tăng lên. Số người lựa chọn mức quan tâm cao là 102 người (29,0%) và rất cao là 66 người (18,8%), tương ứng 168 người (47,8%). Nhóm trung tính chiếm 140 người (39,8%), trong khi nhóm ít hoặc không quan tâm chiếm 44 người (12,5%).

Tổng hợp ba nội dung cho thấy NĐT đặc biệt quan tâm đến các yếu tố bảo đảm tính minh bạch và kỷ luật thị trường sau khi doanh nghiệp đã niêm yết, trong đó nghĩa vụ CBTT và cơ chế giám sát, hậu kiểm được đánh giá cao hơn so với các quy định về QTCT. Điều này phản ánh tâm lý phổ biến của NĐT là ưu tiên các cơ chế có tác động trực tiếp

và dễ quan sát đến chất lượng thông tin và mức độ an toàn của quyết định đầu tư.



Biểu đồ 3.6. Mức độ kỳ vọng của nhà đầu tư đối với việc tiệm cận chuẩn mực quốc tế của pháp luật niêm yết cổ phiếu

Biểu đồ 3.6 phản ánh mức độ kỳ vọng của NĐT đối với xu hướng hoàn thiện pháp luật NYCP theo hướng tiệm cận các chuẩn mực quốc tế trong thời gian tới.

Kết quả khảo sát cho thấy mức độ kỳ vọng của NĐT ở nội dung này tương đối cao. Cụ thể, 109 người (31,0%) lựa chọn mức kỳ vọng cao và 71 người (20,2%) lựa chọn mức rất cao, tương ứng 180 người (51,2%) có kỳ vọng rõ ràng và tích cực. Nhóm trung tính chiếm 128 người (36,4%), trong khi nhóm có mức kỳ vọng thấp và rất thấp chỉ chiếm 44 người (12,5%).

Những số liệu này cho thấy NĐT không chỉ quan tâm đến việc hoàn thiện pháp luật trong phạm vi nội địa mà còn đặt kỳ vọng đáng kể vào quá trình chuẩn hóa và hội nhập của pháp luật về NYCP Việt Nam với thông lệ quốc tế. Tuy nhiên, tỷ lệ lựa chọn ở mức trung tính vẫn còn tương đối lớn, phản ánh sự thận trọng của NĐT trước khả năng hiện thực hóa các kỳ vọng này trong ngắn hạn.

Kết luận: Kết quả khảo sát về mức độ quan tâm và kỳ vọng cho thấy NĐT Việt Nam thể hiện mối quan tâm rõ rệt và kỳ vọng tương đối cao đối với hoạt động NYCP, đặc biệt là ở các nội dung liên quan đến nâng cao tiêu chuẩn niêm yết, minh bạch thông tin, giám sát sau niêm yết và tiệm cận chuẩn mực quốc tế. Tuy nhiên, tỷ lệ lựa chọn ở mức trung tính vẫn chiếm tỷ trọng đáng kể ở hầu hết các nội dung khảo sát. Điều này cho thấy, mặc dù NĐT có kỳ vọng, nhưng mức độ kỳ vọng đó chưa hoàn toàn được chuyển hóa thành niềm tin chắc chắn mà vẫn chịu tác động bởi trải nghiệm thực tiễn và mức độ hiệu quả của cơ chế pháp luật hiện hành. Do đó, để thu hút và duy trì sự quan tâm của NĐT một cách bền vững, pháp luật về NYCP cần tiếp tục được hoàn thiện theo hướng nâng cao tính thực chất, khả dự đoán và hiệu quả thực thi.

5.3. Khảo sát mức độ tin cậy và đánh giá của nhà đầu tư về hoạt động niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam

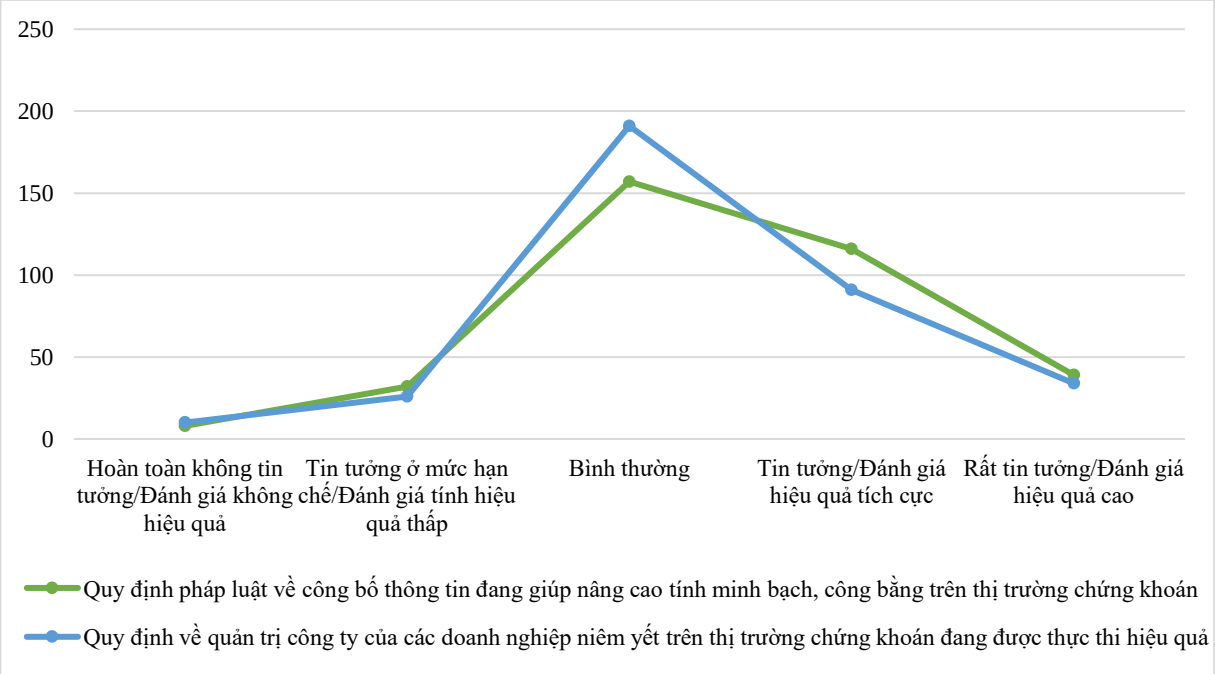


Biểu đồ 3.7. Mức độ tin cậy của nhà đầu tư đối với tính chặt chẽ của điều kiện niêm yết cổ phiếu trong việc đảm bảo chất lượng của doanh nghiệp

Biểu đồ 3.7 phản ánh mức độ tin cậy của NĐT đối với các điều kiện niêm yết hiện hành, xét trên phương diện khả năng bảo đảm chất lượng của DNNY và CPNY.

Kết quả khảo sát cho thấy, nhóm NĐT lựa chọn mức "bình thường" chiếm tỷ lệ cao nhất với 181 người (51,4%), phản ánh trạng thái đánh giá thận trọng và chưa hình thành niềm tin mạnh mẽ đối với hiệu quả của các điều kiện niêm yết hiện nay. Nhóm có mức tin tưởng và đánh giá hiệu quả tích cực gồm 94 người (26,7%), trong khi nhóm rất tin tưởng/đánh giá hiệu quả cao chỉ đạt 29 người (8,2%), tương ứng tổng cộng 123 người (34,9%) có mức độ tin cậy từ tích cực trở lên. Ở chiều ngược lại, nhóm NĐT có mức độ tin cậy thấp, bao gồm 37 người (10,5%) tin tưởng ở mức hạn chế và 11 người (3,1%) hoàn toàn không tin tưởng, chiếm tổng cộng 48 người (13,6%).

Những số liệu này cho thấy niềm tin của NĐT đối với tính chặt chẽ của điều kiện niêm yết hiện nay chưa đạt mức cao mà chủ yếu dừng ở trạng thái trung tính. Điều này hàm ý rằng các điều kiện niêm yết, dù đã được thiết kế nhằm sàng lọc doanh nghiệp, vẫn chưa tạo ra hiệu ứng bảo đảm đủ mạnh trong cảm nhận của NĐT.



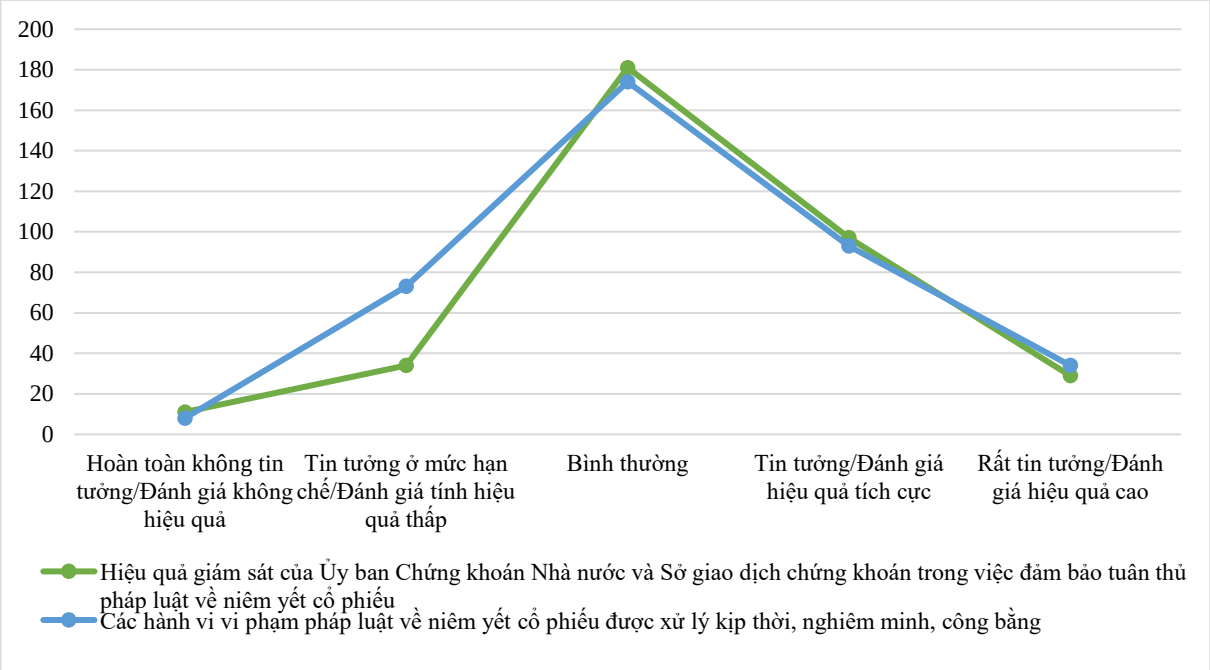
Biểu đồ 3.8. Mức độ tin cậy của nhà đầu tư đối với hiệu quả công bố thông tin và quản trị công ty của doanh nghiệp niêm yết

Biểu đồ 3.8 tổng hợp đánh giá của NĐT về hiệu quả thực tế của hai trụ cột quan trọng trong cơ chế niêm yết, bao gồm quy định về CBTT và quy định về QTCT đối với DNNY.

Đối với quy định về CBTT, số NĐT đánh giá ở mức tích cực và rất tích cực đạt 155 người (44,0%), trong đó 116 người (33,0%) đánh giá tích cực và 39 người (11,1%) đánh giá rất tích cực. Tuy nhiên, nhóm lựa chọn mức bình thường vẫn chiếm tỷ lệ cao với 157 người (44,6%), trong khi nhóm đánh giá hiệu quả thấp và không hiệu quả chiếm 40 người (11,4%).

Đối với hiệu quả thực thi các quy định về QTCT, mức độ tin cậy của NĐT có xu hướng thấp hơn. Nhóm đánh giá tích cực và rất tích cực gồm 91 người (25,9%) và 34 người (9,7%), tổng cộng 125 người (35,6%). Trong khi đó, nhóm đánh giá ở mức bình thường chiếm ưu thế với 191 người (54,3%), còn nhóm đánh giá hiệu quả thấp và không hiệu quả là 36 người (10,2%).

So sánh hai nội dung cho thấy NĐT có mức độ tin cậy cao hơn đối với hiệu quả của quy định về CBTT so với quy định về QTCT. Điều này phản ánh thực tế rằng các nghĩa vụ CBTT thường dễ quan sát và kiểm chứng hơn, trong khi hiệu quả của QTCT phụ thuộc nhiều vào cơ chế thực thi nội bộ và mức độ tuân thủ thực chất của DNNY.



Biểu đồ 3.9. Mức độ tin cậy của nhà đầu tư đối với hiệu quả giám sát và xử lý vi phạm trong hoạt động niêm yết cổ phiếu

Biểu đồ 3.9 phản ánh mức độ tin cậy của NĐT đối với hiệu quả giám sát của cơ quan quản lý và SGDCK, cũng như đối với việc xử lý các hành vi vi phạm pháp luật về NYCP.

Đối với hiệu quả giám sát của UBCKNN và SGDCK, nhóm NĐT đánh giá ở mức tích cực và rất tích cực đạt 126 người (35,8%), trong đó 97 người (27,6%) đánh giá tích cực và 29 người (8,2%) đánh giá rất tích cực. Nhóm đánh giá ở mức bình thường tiếp tục chiếm tỷ lệ cao với 181 người (51,4%), trong khi nhóm đánh giá hiệu quả thấp và không hiệu quả là 45 người (12,8%).

Đối với việc xử lý các hành vi vi phạm pháp luật về NYCP, mức độ tin cậy của NĐT có xu hướng thấp hơn so với nội dung giám sát. Nhóm đánh giá tích cực và rất tích cực gồm 93 người (26,4%) và 34 người (9,7%), tương ứng 127 người (36,1%). Trong khi đó, nhóm đánh giá ở mức bình thường chiếm 174 người (49,4%) và nhóm đánh giá hiệu quả thấp và không hiệu quả chiếm 81 người (23,0%), trong đó 73 người (20,7%) cho rằng hiệu quả xử lý vi phạm còn hạn chế.

Kết quả này cho thấy NĐT có xu hướng thận trọng hơn khi đánh giá hiệu quả xử lý vi phạm so với hiệu quả giám sát chung. Điều này phản ánh mối quan tâm của NĐT không chỉ dừng ở việc phát hiện vi phạm mà còn ở tính kịp thời, nghiêm minh và công bằng của các biện pháp xử lý vi phạm trong thực tiễn.

Kết luận: Tổng hợp kết quả khảo sát về mức độ tin cậy và đánh giá cho thấy niềm tin của NĐT đối với hoạt động NYCP tại Việt Nam hiện nay chưa đạt mức cao mà chủ yếu dừng ở trạng thái trung tính. Mặc dù một bộ phận đáng kể NĐT đánh giá tích cực đối với các quy định về CBTT, QTCT và giám sát thị trường, song tỷ lệ đánh giá "bình thường" vẫn chiếm ưu thế ở hầu hết các nội dung khảo sát.

Điều này cho thấy, để gia tăng mức độ tin cậy của NĐT, pháp luật về NYCP cần tiếp tục được hoàn thiện theo hướng nâng cao tính thực chất của điều kiện niêm yết, tăng hiệu quả thực thi các nghĩa vụ CBTT và QTCT, đồng thời củng cố hiệu lực của cơ chế giám sát và xử lý vi phạm. Chỉ khi những yếu tố này được cải thiện một cách đồng bộ, hoạt động NYCP mới thực sự phát huy vai trò như một thiết chế bảo đảm chất lượng thị trường và bảo vệ NĐT.

6. Kết luận

Kết quả khảo sát ý kiến NĐT cho thấy hoạt động NYCP tại Việt Nam đã hình thành được mức độ nhận diện nhất định trong cộng đồng NĐT, song mức độ hiểu biết, quan tâm và tin cậy đối với cơ chế niêm yết vẫn chưa đạt tới ngưỡng ổn định và bền vững. Các kết quả định lượng thu thập được từ khảo sát đóng vai trò bổ trợ quan trọng cho việc đánh giá hiệu quả của pháp luật về NYCP trong thực tiễn thị trường.

Thứ nhất, về mức độ hiểu biết và nhận thức, phần lớn NĐT cho biết đã có nhận thức cơ bản về các nội dung cốt lõi của hoạt động NYCP, bao gồm điều kiện niêm yết, nghĩa vụ CBTT và một số quy định liên quan đến bảo vệ cổ đông. Tuy nhiên, tỷ lệ NĐT có hiểu biết ở mức độ sâu và tương đối rõ ràng còn khiêm tốn, trong khi nhóm NĐT có hiểu biết hạn chế hoặc chưa nắm được đầy đủ các quy định pháp lý vẫn chiếm tỷ lệ đáng kể, đặc biệt đối với các nội dung mang tính kỹ thuật như QTCT và cơ chế xử lý vi phạm. Điều này cho thấy khoảng cách nhất định giữa thiết kế pháp luật và khả năng được hiểu đúng, hiểu đủ của chủ thể chịu tác động.

Thứ hai, về mức độ quan tâm và kỳ vọng, khảo sát cho thấy NĐT thể hiện mối quan tâm rõ rệt đối với hoạt động NYCP và đặt kỳ vọng tương đối cao vào vai trò của pháp luật trong việc nâng cao tiêu chuẩn niêm yết, bảo đảm minh bạch thông tin và tiệm cận các chuẩn mực quốc tế. Tuy nhiên, mức độ kỳ vọng này đi kèm với sự thận trọng nhất định, thể hiện qua tỷ lệ lựa chọn ở mức trung tính còn khá lớn. Điều này phản ánh thực tế rằng kỳ vọng của NĐT chưa hoàn toàn được củng cố bằng trải nghiệm tích cực và niềm tin vững chắc vào hiệu quả thực thi của pháp luật hiện hành.

Thứ ba, về mức độ tin cậy và đánh giá, kết quả khảo sát cho thấy niềm tin của NĐT đối với các điều kiện niêm yết, nghĩa vụ CBTT, QTCT cũng như cơ chế giám sát và xử lý vi phạm, nhìn chung mới dừng ở mức trung bình. Mặc dù một bộ phận NĐT đánh giá tích cực đối với một số nội dung, đặc biệt là nghĩa vụ CBTT, song tỷ lệ đánh giá ở mức độ trung bình vẫn chiếm ưu thế, cho thấy cơ chế niêm yết chưa tạo được hiệu ứng bảo đảm đủ mạnh trong cảm nhận của thị trường.

Tổng hợp các kết quả trên cho thấy mối quan hệ chặt chẽ giữa hiểu biết - quan tâm - tin cậy của NĐT đối với hoạt động NYCP. Việc nâng cao mức độ hiểu biết là tiền đề để hình thành kỳ vọng hợp lý; trong khi việc đáp ứng kỳ vọng thông qua các quy định và cơ chế thực thi hiệu quả là điều kiện then chốt để củng cố niềm tin của NĐT. Do đó, hoàn thiện pháp luật về NYCP không chỉ là vấn đề hoàn thiện nội dung quy phạm mà còn gắn liền với yêu cầu nâng cao tính dễ tiếp cận, tính minh bạch và hiệu quả thực thi của các

quy định pháp luật trong thực tiễn.

Với tư cách là một phụ lục nghiên cứu, kết quả khảo sát ý kiến NĐT không nhằm thay thế các phân tích quy phạm pháp luật trong nội dung chính của luận án mà đóng vai trò bổ trợ thực chứng, giúp kiểm chứng và làm sâu sắc thêm các nhận định, đánh giá và kiến nghị hoàn thiện pháp luật về NYCP. Những kết quả này tạo cơ sở thực tiễn quan trọng để luận án đề xuất các giải pháp hoàn thiện pháp luật theo hướng vừa bảo đảm mục tiêu quản lý, vừa củng cố niềm tin của NĐT và nâng cao chất lượng thị trường cổ phiếu Việt Nam.

BẢNG CÂU HỎI KHẢO SÁT, LẤY Ý KIẾN NHÀ ĐẦU TƯ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

Kính gửi Quý Anh/Chị,

Nhằm thu thập dữ liệu phục vụ cho nghiên cứu về hoạt động NYCP, tôi rất mong nhận được sự chia sẻ từ Quý Anh/Chị thông qua phiếu khảo sát dưới đây để có cơ sở, căn cứ đánh giá mức độ hiểu biết - nhận thức, mức độ quan tâm - kỳ vọng và mức độ tin cậy - đánh giá của cổ đông/nhà đầu tư đối với các quy định pháp luật về NYCP tại Việt Nam. Những ý kiến quý báu của Anh/Chị sẽ là nguồn dữ liệu quan trọng phục vụ cho mục đích nghiên cứu khoa học, góp phần đề xuất các giải pháp hoàn thiện pháp luật và nâng cao hiệu quả thị trường. Mọi thông tin cung cấp sẽ được xử lý hoàn toàn ẩn danh và chỉ sử dụng cho mục đích nghiên cứu.

Rất mong nhận được sự đồng hành và xin chân thành cảm ơn sự hợp tác của Quý Anh/Chị!

Vui lòng chọn một phương án phù hợp nhất với quan điểm của Anh/Chị cho mỗi câu hỏi dưới đây.

PHẦN A: THÔNG TIN CÁ NHÂN

1. Họ và tên
2. Tỉnh/thành phố nơi làm việc
3. Anh/Chị có đang sử dụng tài khoản giao dịch chứng khoán tại một công ty chứng khoán nào không?

PHẦN B: KHẢO SÁT, LẤY Ý KIẾN CỔ ĐÔNG/NHÀ ĐẦU TƯ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

I. KHẢO SÁT MỨC ĐỘ HIỂU BIẾT VÀ NHẬN THỨC CỦA CỔ ĐÔNG/NHÀ ĐẦU TƯ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

Thang đo:

□ Hoàn toàn không biết
□ Hiểu biết hạn chế
□ Hiểu biết ở mức độ cơ bản
□ Hiểu biết tương đối rõ ràng
□ Hiểu biết rất cụ thể, sâu sắc

1. Anh/Chị hiểu rõ khái niệm niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
2. Anh/Chị hiểu các chủ thể tham gia niêm yết cổ phiếu, bao gồm doanh nghiệp, cơ quan quản lý và tổ chức trung gian.
3. Anh/Chị nắm được các điều kiện cơ bản để một công ty được niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch.

4. Anh/Chị biết rõ về nghĩa vụ công bố thông tin của doanh nghiệp niêm yết.
5. Anh/Chị hiểu rõ các quy định về quản trị công ty đối với doanh nghiệp niêm yết.
6. Anh/Chị hiểu rằng doanh nghiệp niêm yết phải chịu giám sát đặc thù, chặt chẽ của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Sở giao dịch chứng khoán.
7. Anh/Chị biết về quy định pháp luật bảo vệ cổ đông nhỏ trong công ty niêm yết.
8. Anh/Chị biết các hình thức xử lý vi phạm được áp dụng đối với các hành vi vi phạm pháp luật về niêm yết.

II. KHẢO SÁT MỨC ĐỘ QUAN TÂM VÀ KỲ VỌNG CỦA CỔ ĐÔNG/NHÀ ĐẦU TƯ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

Thang đo:
□ Rất không quan tâm/kỳ vọng
□ Quan tâm/kỳ vọng ở mức độ thấp
□ Bình thường
□ Quan tâm/kỳ vọng ở mức độ cao
□ Rất quan tâm/kỳ vọng rất cao

1. Anh/Chị quan tâm đến việc xác định rõ vai trò và trách nhiệm của các chủ thể trong hoạt động niêm yết.
2. Anh/Chị kỳ vọng rằng pháp luật sẽ nâng cao tiêu chuẩn và điều kiện niêm yết để đảm bảo chất lượng doanh nghiệp.
3. Anh/Chị quan tâm đến quy định pháp luật về nghĩa vụ công bố thông tin của doanh nghiệp niêm yết và Sở giao dịch chứng khoán.
4. Anh/Chị quan tâm đến quy định về quản trị công ty của doanh nghiệp niêm yết.
5. Anh/Chị quan tâm đến hiệu quả của cơ chế giám sát, hậu kiểm sau niêm yết do cơ quan quản lý thực hiện đối với hoạt động niêm yết.
6. Anh/Chị kỳ vọng rằng pháp luật sẽ tăng cường bảo vệ cổ đông nhỏ trong mối quan hệ với cổ đông lớn hoặc với ban lãnh đạo doanh nghiệp.
7. Anh/Chị quan tâm đến quy định về chế tài xử lý vi phạm pháp luật trong lĩnh vực niêm yết cổ phiếu.
8. Anh/Chị kỳ vọng rằng pháp luật niêm yết tại Việt Nam sẽ tiệm cận chuẩn mực quốc tế trong thời gian tới.

III. KHẢO SÁT MỨC ĐỘ TIN CẬY VÀ ĐÁNH GIÁ CỦA CỔ ĐÔNG/NHÀ ĐẦU TƯ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

Thang đo:
□ Hoàn toàn không tin tưởng/Đánh giá không hiệu quả
□ Tin tưởng ở mức hạn chế/ Đánh giá tính hiệu quả thấp
□ Bình thường

□ Tin tưởng/Đánh giá hiệu quả tích cực
□ Rất tin tưởng/Đánh giá hiệu quả cao

1. Anh/Chị tin tưởng rằng pháp luật hiện hành đã xác định đầy đủ và rõ ràng về các chủ thể tham gia niêm yết cổ phiếu.
2. Anh/Chị cho rằng các điều kiện niêm yết hiện nay đủ chặt chẽ để đảm bảo chất lượng của doanh nghiệp niêm yết và cổ phiếu niêm yết.
3. Anh/Chị tin rằng quy định pháp luật về công bố thông tin đang giúp nâng cao tính minh bạch, công bằng trên thị trường chứng khoán.
4. Anh/Chị đánh giá tích cực về hiệu quả thực thi quy định về quản trị công ty của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.
5. Anh/Chị tin tưởng vào hiệu quả giám sát của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Sở giao dịch chứng khoán trong việc đảm bảo tuân thủ pháp luật về niêm yết cổ phiếu.
6. Anh/Chị đánh giá cao mức độ bảo vệ cổ đông nhỏ mà pháp luật hiện hành mang lại.
7. Anh/Chị tin rằng các hành vi vi phạm pháp luật về niêm yết cổ phiếu được xử lý kịp thời, nghiêm minh, công bằng.
8. Anh/Chị thấy rằng pháp luật về niêm yết cổ phiếu được áp dụng một cách đồng bộ và thống nhất giữa các doanh nghiệp niêm yết.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

A. NGHỊ QUYẾT CỦA ĐẢNG VÀ VĂN BẢN PHÁP LUẬT

1. Nghị quyết số 50-NQ/TW ngày 20/8/2019 của Bộ Chính trị về định hướng hoàn thiện thể chế, chính sách, nâng cao chất lượng, hiệu quả hợp tác đầu tư nước ngoài đến năm 2030.
2. Nghị quyết số 29-NQ/TW ngày 17/11/2022 Hội nghị lần thứ sáu Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XIII về tiếp tục đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045.
3. Nghị quyết số 59-NQ/TW ngày 24/01/2025 của Bộ Chính trị về hội nhập quốc tế trong tình hình mới.
4. Nghị quyết số 6-NQ-TW ngày 30/4/2025 của Bộ Chính trị về đổi mới công tác xây dựng và thi hành pháp luật đáp ứng yêu cầu phát triển đất nước trong kỷ nguyên mới.
5. Nghị quyết số 68-NQ/TW ngày 04/5/2025 của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế tư nhân.
6. Nghị quyết số 79-NQ-TW ngày 06/01/2026 của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế nhà nước.
7. Luật Chứng khoán năm 2019.
8. Luật Doanh nghiệp 2020 (sửa đổi, bổ sung 2025).
9. Luật Đầu tư 2025.
10. Luật Quản lý và đầu tư vốn nhà nước tại doanh nghiệp 2025.
11. Luật sửa đổi, bổ sung một số luật trong lĩnh vực tài chính và chứng khoán số 56/2024/QH15.
12. Quyết định số 1726/QĐ-TTg ngày 29/12/2023 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK đến năm 2030.
13. Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.
14. Nghị định số 156/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK.
15. Nghị định số 121/2020/NĐ-CP ngày 09/10/2020 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung khoản 2 Điều 12 Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13/10/ 2015 của Chính phủ về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp, đã được sửa đổi, bổ sung tại khoản 5 Điều 1 Nghị định số 32/2018/NĐ-CP ngày 08/3/2018 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 91/2015/NĐ-CP.

16. Nghị định số 128/2021/NĐ-CP ngày 30/12/2021 của Chính phủ Nghị định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 156/2020/NĐ-CP ngày 31 tháng 12 năm 2020 của Chính phủ quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK.
17. Nghị định số 245/2025/NĐ-CP ngày 11/9/2025 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31 tháng 12 năm 2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.
18. Thông tư số 96/2020/TT-BTC ngày 16/11/2020 của Bộ Tài chính hướng dẫn công bố thông tin trên TTCK.
19. Thông tư số 116/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 của Bộ Tài chính hướng dẫn một số điều về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng tại Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.
20. Thông tư số 57/2021/TT-BTC ngày 12/7/2021 của Bộ Tài chính quy định lộ trình sắp xếp lại thị trường giao dịch cổ phiếu, thị trường giao dịch trái phiếu, thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh và thị trường giao dịch các loại chứng khoán khác.
21. Thông tư số 69/2023/TT-BTC ngày 15/11/2023 của Bộ Tài chính sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 57/2021/TT-BTC ngày 12/7/2021 của Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định lộ trình sắp xếp lại thị trường giao dịch cổ phiếu, thị trường giao dịch trái phiếu, thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh và thị trường giao dịch các loại chứng khoán khác.
22. Thông tư 139/2025/TT-BTC ngày 30/12/2025 của Bộ trưởng Bộ Tài chính sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 57/2021/TT-BTC ngày 12/7/2021 của Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định lộ trình sắp xếp lại thị trường giao dịch cổ phiếu, thị trường giao dịch trái phiếu, thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh và thị trường giao dịch các loại chứng khoán khác được sửa đổi, bổ sung bởi Thông tư số 69/2023/TT-BTC ngày 15/11/2023 của Bộ trưởng Bộ Tài chính.
23. Thông tư 68/2024/TT-BTC ngày 18/9/2024 của Bộ trưởng Bộ Tài chính sửa đổi, bổ sung một số điều của các 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 TTCK.
24. Thông tư 08/2026/TT-BTC ngày 03/02/2026 của Bộ Tài chính sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 96/2020/TT-BTC ngày 16/11/2020 của Bộ trưởng Bộ Tài chính hướng dẫn công bố thông tin trên TTCK được sửa đổi, bổ sung bởi Thông tư số 68/2024/TT-BTC và Thông tư số 18/2025/TT-BTC, Thông tư số 120/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 của Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định giao dịch cổ phiếu

niêm yết, đăng ký giao dịch và chứng chỉ quỹ, trái phiếu doanh nghiệp, chứng quyền có bảo đảm niêm yết trên hệ thống giao dịch chứng khoán được sửa đổi, bổ sung bởi Thông tư số 68/2024/TT-BTC, Thông tư số 121/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 của Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định về hoạt động của công ty chứng khoán được sửa đổi, bổ sung bởi Thông tư số 68/2024/TT-BTC.

25. Quyết định số 22/QĐ-HĐTV ngày 16/3/2026 của Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam về việc ban hành Quy chế niêm yết và giao dịch chứng khoán niêm yết.

B. TÀI LIỆU TIẾNG ANH

1. Akerlof, G. A. (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 84, Issue 3, pp. 488 – 500, https://doi.org/10.2307/1879431.
2. Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1997), "A survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol LII, No.2, June 1997, pp. 737-783.
3. Baldwin, R., Cave, M., & Lodge, M. (2012), *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice* (2nd ed.), Oxford University Press.
4. Banner, S. (1998), *Anglo-American Securities Regulation*, Cambridge University Press.
5. Black, B. S., Kraakman, R., & Hay, J. (2006), "Legal standards and regulatory strategies", In Kraakman, R. et al. (2009), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (*2nd ed.), Oxford University Press, pp. 109 - 129.
6. Bloomenthal, H. S., & Wolff, S. (2009), "The dynamics of securities listing", *Securities Regulation Law Journal,* Volume 37. Issue 2, pp. 89-104. Robert C. Rosen (2010), "International securities regulation: An overview", *Journal of International Banking Law and Regulation,* Volume 25, Issue 3, Pp. 145-152.
7. Caruana, J. (2010), *"Systemic risk: how to deal with it?"*, Bank for International Settlements, https://www.bis.org/publ/othp08.htm?utm_source.
8. Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999), "A theory of the going-public decision", *The Review of Financial Studies,* Volume 12, Issue 2, Pp. 249 – 279, DOI: 10.1093/rfs/12.2.249.
9. Chi Bich Thi Pham, Thu Minh Thi Vu, Linh Ha Nguyen, Dung Duc Nguyen (2020), "Audit quality and stock return co-movement: Evidence from Vietnam. Journal of Asian Finance", *Journal of Asian Finance Economics and Business,* 7(7), pp. 139–147. https://www.researchgate.net/publication/343346372_Audit_Quality_and_Stock_Return_Co-Movement_Evidence_from_Vietnam.
10. Claessens, S., & Laeven, L. (2003), "Financial development, property rights, and

growth", *Journal of Finance,* Volume 58, Issue 6 , Pp. 2401-2436, https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00610.x.

11. Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013), "Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey", *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002.
12. Coffee, J. C. (1999), "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review*, Volume 93, Issue 3, pp. 641 - 708.
13. Coffee, J. C. (2002), "Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings", *Columbia Law Review*, Vol. 102, No. 7 (Nov., 2002), Pp. 1757-1831.
14. Coffee, J. C. (2007), *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, The Center for Law and Economic Studies - Columbia University School of Law, Working Paper No. 304.
15. CPMI-IOSCO (2012), *Principles for financial market infrastructures*, Bank for International Settlements, https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf, truy cập ngày 20/8/2025.
16. Daniel L. Greenwald, Martin Lettau, Sydney C. Ludvigson (2014), "The Origins of Stock Market Fluctuations", *National Bureau of Economic Research*, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 January 2014.
17. Deloitte Vietnam & HSX, *Readiness assessment on IFRS adoption*, 2021, retrieved from https://www.deloitte.com/southeast-asia/en/services/audit/research/readiness-assessment-on-ifrs.html.
18. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008), "The law and economics of self-dealing", *Journal of Financial Economics*, Volume 88, Issue 3, Pp. 430 – 465, https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007.
19. Enterprise Singapore (2023), Enterprise Development Grant (EDG), *Government of Singapore*, https://www.enterprisesg.gov.sg/financial-support/enterprise-development-grant.
20. European Parliament and Council (2004), *Transparency Directive 2004/109/EC*, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32004L0109.
21. European Securities and Markets Authority (ESMA) (2020), *Guidelines on enforcement of financial information* (ESMA32-50-218), p. 11, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-50-218_guidelines_on_enforcement_of_financial_information_en.pdf.
22. European Union (2017), Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, *Official Journal of the European Union*, L 168, 12–68, https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj/eng, Recital 27.

23. European Union (2017), *Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, Official Journal of the European Union*, L 168, 12–68. https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj, Recitals 51–53, pp. 19–20.
24. European Union (2017), *Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, Official Journal of the European Union*, L 168, 12–68. https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj, Recitals 25–28, p. 18.
25. Fama, E. F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Pp. 383–417, https://doi.org/10.2307/2325486.
26. Financial Services Agency (Japan) (n.d.), *Pamphlet: About the FSA*, https://www.fsa.go.jp/en/about/pamphlet_e.pdf.
27. FTSE Russell (2023), *FTSE Equity Country Classification*, https://www.ftserussell.com/equity-country-classification.
28. Geeyoung Min, Kwon-Yong Jin (2021), "Relational Enforcement of Stock Exchange Rules", *BYU Law Review*, Volume 47, Issue 1, pp. 149-218, https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3338&context=lawreview.
29. Gilson, R. J. (2001), "*Globalizing corporate governance: Convergence of form or function", American Journal of Comparative Law*, Volume 49, Issue 2, pp. 329 - 357.
30. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (2024), Main Board Listing Rules, https://en-rules.hkex.com.hk.
31. Huong, H. D., Huong, P. T., & Tu, T. T. N. (2025), "The Impact of Audit Quality Factors on Investor Confidence in Vietnamese Capital Markets: The Moderating Role of Financial Literacy", *Indian Journal of Information Sources and Services*, 15(2), pp. 300–314, https://doi.org/10.51983/ijiss-2025.IJISS.15.2.38.
32. International Monetary Fund (1998), "The Asian Crisis: Causes and Cures", *IMF's World Economic Outlook*, June 1998, Volume 35, Number 2, https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm.
33. International Monetary Fund (1999), *The Korean financial crisis of 1997*, IMF Working Paper No. 99/28, https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9928.pdf.
34. International Monetary Fund (2014), *Republic of Korea: Financial Sector Assessment Program – Detailed Assessment of IOSCO Objectives and Principles*,

p.36, https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14309.pdf.

35. IOSCO (2011), *Principles for Financial Market Infrastructures*, *https://www.iosco.org*.
36. IOSCO (2017), *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf.
37. IOSCO (2017), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf.
38. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, pp. 305–360, https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X.
39. Joseph J. French, Ryosuke Fujitani và Yukihiro Yasuda (2021), "Does stock market listing impact investment in Japan?", *Journal of the Japanese and International Economies*, Volume 59, March 2021, https://doi.org/10.1016/j.jjie.2020.101093.
40. Kindleberger, C. P. (1984), *A Financial History of Western Europe*, Allen & Unwin.
41. Korea Capital Market Institute (2019), *Capital market law and policy development over the last decade*, https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?cno=5145&syear=2019&zcd=002001017&zno=1446&utm.
42. Korea Exchange (n.d.), *About KRX*, KRX Global, https://global.krx.co.kr/main/main.jsp.
43. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006), "What Works in Securities Laws?", *Journal of Finance*, Vol. LXI, No. 1, pp. 1 - 32, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00828.x.
44. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, Volume 106, Issue 6, pp. 1113 – 1155, https://doi.org/10.1086/250042.
45. Le Chau, Le Anh, Vu Duc (2025), "Valuing ESG: How financial markets respond to corporate sustainability", *International Business Review*, Volume 34, Issue 3, https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2025.102418.
46. Levine, R., & Zervos, S. (1998), "*Stock markets, banks, and economic growth", American Economic Review*, Volume 88, Issue 3, Pp. 537 – 558, https://www.jstor.org/stable/116848.
47. Ljungqvist, A. (2007), "IPO underpricing", In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance*, Vol. 1, pp. 375 – 422, Elsevier/North-Holland.
48. Matthew D. Adler (2009), "Regulatory Theory", In D. Patterson (Ed.), *A Companion to Philosophy of Law and Legal Theory* (2nd ed.), pp. 590–606,

Cambridge University Press.

49. Megginson, W L; Nash, R C; Netter, J M and Schwartz, A L (2000), "The long-run return to investors in share issue privatization", *Financial Management*, 29(1), pp. 69-77.
50. Michie, R. C. (1999), *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press.
51. Monetary Authority of Singapore & Singapore Exchange (2019), *Trade Surveillance Practice Guide*, p.3, https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Monographs-and-Information-Papers/MAS-SGX-Trade-Surveillance-Practice-Guide.pdf.
52. MSCI (2023), *MSCI Market Classification - Assessing and categorizing equity markets according to common characteristics*, https://www.msci.com/market-classification.
53. Neal Newman & Lawrence J. Trautman (2021), *"Securities Law: Overview and Contemporary Issues"*, 16 Ohio St. Bus. L.J. 149 (2021), p.2, https://scholarship.law.tamu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2514&context=facscholar&utm.
54. North, D. C. (1991), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.
55. OECD (2017), "Preventing Policy Capture: Integrity in Public Decision Making", *OECD Public Governance Reviews*, p. 18, OECD Publishing, Paris, http://dx.doi.org/10.1787/9789264065239-en.
56. OECD (2022), *OECD Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises in Viet Nam*, https://www.oecd.org/en/publications/2022/10/oecd-review-of-the-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-in-viet-nam_431cb009.html.
57. OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en/full-report.html.
58. Ogus, A. J. (2004), *Regulation: Legal form and economic theory*, Oxford: Hard Publishing.
59. Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998), "Why do companies go public? An empirical analysis", *The Journal of Finance*, Volume 53, Issue 1, Pp. 27 – 64, https://doi.org/10.1111/0022-1082.25448.
60. Petram, L. (2014), *The World's First Stock Exchange*, Columbia University Press.
61. Poul Lykkesfeldt & Laurits Louis Kjaergaard (2022), *"Investor relations and ESG reporting in a regulatory perspective"*, Springer Books, number 978-3-031-05800-4, March, pp. 3-9.
62. PwC (2024), *"Listing in Korea - A Guide to Listing on the Korean Exchange"*, https://www.pwc.com/kr/en/publications/samilpwc_k-ipo-2024.pdf.

63. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics,* Volume 58, Issues 1 – 2, pp. 3-27, https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9.
64. Ritter, J. R. (1991), "The long-run performance of initial public offerings", *The Journal of Finance*, Volume 46, Issue 1, pp. 3 – 27, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x.
65. Ritter, J. R. (2021), *Initial Public Offerings: Updated Statistics*, University of Florida, https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/.
66. Securities and Exchange Commission (2023), *Self-Regulatory Organizations (SROs) and SEC Oversight*, https://www.sec.gov/rules-regulations/self-regulatory-organization-rulemaking.
67. Securities and Exchange Commission v. Blinder, Robinson & Co., Inc., 855 F.2d 677 (10th Cir. 1988).
68. Seligman, J. (2003), *The Transformation of Wall Street*, Aspen Publishers.
69. Singapore Exchange (2018), Introduction, In "Code of Corporate Governance", *SGX RuleBook,* https://rulebook.sgx.com/rulebook/introduction-0?utm.
70. Singapore Exchange (2022), *Listing Rules and Risk-based Review Framework, https://www.sgx.com/regulation/rules-and-regulations/listing-rules*.
71. Singapore Exchange (2023), *Catalist Rules.* https://rulebook.sgx.com/rulebook/catalist-rules.
72. Singapore Exchange (2024), *SGX Rulebook*, https://rulebook.sgx.com/rulebook/code-corporate-governance-2018?utm_source.
73. Singapore Exchange (n.d.), *About SGX*, SGX Group, https://www.sgxgroup.com/about.
74. Spence, M. (1973), "Job Market Signaling", *Quarterly Journal of Economics*, Volume 87, Issue 3, pp. 355 - 374. https://doi.org/10.2307/1882010.
75. Steinberg, M. I. (2013), *Securities regulation: Liabilities and remedies,* Law Journal Press.
76. The World Bank (2023), *Unlocking the Potential of Viet Nam's Capital Markets*, https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022224202031302/pdf/P176855186fbdd0e8180c114c148e02dc6c.pdf.
77. Timothy Orr Knight (2001), *Stock trading application program.*
78. Titman, S., & Trueman, B. (1986), "Information quality and the valuation of new issues", *Journal of Accounting and Economics, Volume 8, Issue 2,* Pp. 159 – 172, https://doi.org/10.1016/0165-4101(86)90016-9.
79. Tran Manh Dung, Ha Hong Hanh (2023), "Corporate governance disclosure and annual reports quality: An investigation in Vietnam context", *Cogent Business & Management*, 10(1), Article 2173125.

https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2173125.

80. Truong, L. D., Nguyen, T. T. H., & cộng sự (2022), "The influence of information transparency and disclosure on the value of companies listed on the Vietnamese stock market", *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8), Article 345, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/274867/1/jrfm-15-00345.pdf?utm.
81. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) (2022), *SEC Enforcement Manual*, Washington, D.C.: SEC Division of Enforcement, https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf, pp. 6-8, 9-13.
82. White, M. J. (2013), *The importance of independence*, U.S. Securities and Exchange Commission, Oct. 3, 2013, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/spch100113mjw.
83. World Bank, (2020), *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies, https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/32436*.
84. Zhao, L. & Chen, F. (2024), "The Comprehensive Implementation of the Registration-based System of IPO Regulation in China: Practice, Progress, Problems and Prospects", *Asia Pacific Law Review*, 32(1), pp. 1-22. doi: 10.1080/10192557.2023.2232612.

C. TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

1. Nguyễn Thị Mai Anh (2024), "Thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước tại DNNN", *Tạp chí Cộng sản*, https://tapchicongsan.org.vn/web/guest/kinh-te/-/2018/992802/view_content.
2. Vũ Ngọc Anh (2012), "Một số vấn đề về kinh tế học pháp luật và đặc trưng của nó trong khoa học xã hội", Chuyên đề 1 trong Đề tài "Kinh tế học pháp luật và khả năng đưa kinh tế học pháp luật vào giảng dạy tại Trường Đại học Luật Hà Nội", *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường*, Trường Đại học Luật Hà Nội, Mã số: LH – 2011 – 11/ĐHL, Tr. 43.
3. Báo Nhân dân điện tử (2025), *"25 năm phát triển hàng hóa, nâng cao chất lượng tổ chức niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh"*, https://nhandan.vn/25-nam-phat-trien-hang-hoa-nang-cao-chat-luong-to-chuc-niem-yet-tren-so-giao-dich-chung-khoan-tp-ho-chi-minh-post885736.html.
4. Phạm Nguyễn Linh Bảo (2013), "Nâng cao chất lượng hàng hoá (Cổ phiếu) trên TTCK thông qua điều kiện NYCP trên các sở giao dịch chứng khoán", *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, Số 13&14, Xuân Quý Tỵ 2013, Tr. 46-48, 35.
5. Baumgartner, F. (2008), "TTCK Pháp", *Tài liệu bồi dưỡng luật sư*, Nhà Pháp luật Việt – Pháp, Tr. 1 - 5.
6. Tạ Thanh Bình (2008), "Hoàn thiện pháp luật về giao dịch chứng khoán trên thị trường giao dịch tập trung tại Việt Nam", *Luận án tiến sĩ Luật học*.
7. Bộ Công an (2022), *"Tiếp tục thông tin về kết quả điều tra vụ án "Thao túng TTCK"*, https://bocongan.gov.vn/bai-viet/tiep-tuc-thong-tin-ve-ket-qua-dieu-tra-vu-an-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-d22-t31422.
8. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2025), *"Sách trắng Doanh nghiệp Việt Nam năm 2024"*, https://www.gso.gov.vn/wp-content/uploads/2024/10/Sach-trang-doanh-nghiep-Viet-Nam-2024.pdf.
9. Đinh Chiến, Thái Dương (2024), "Từ các vụ thao túng TTCK: Kiến nghị hoàn thiện pháp luật điều chỉnh giao dịch chứng khoán trực tuyến*", Tạp chí điện tử Pháp lý*, https://phaply.net.vn/tu-cac-vu-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-kien-nghi-hoan-thien-phap-luat-de-chu-dong-phong-ngua-toi-pham-a257107.html.
10. Chính phủ (2024), *"Dự thảo Nghị định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31 tháng 12 năm 2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của LCK (lấy ý kiến đến ngày 20/12/2024)"*, https://chinhphu.vn/du-thao-vbqppl/du-thao-nghi-dinh-sua-doi-bo-sung-mot-so-dieu-cua-nghi-dinh-so-155-2020-nd-cp-ngay-31-thang-12-n-7153.
11. Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2024), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2024*, https://vlca.vn/bao-cao-danh-gia-quan-tri-cong-ty-2024/.
12. Cuộc Bình chọn Doanh nghiệp Niêm yết Việt Nam (VLCA) (2025), *Báo cáo Đánh giá về QTCT cho DNNY năm 2025*, https://vlca.vn/bao-cao-danh-gia-ve-quan-tri-cong-ty-cho-dnny-2025/.

13. Nguyễn Văn Cương (2012), "Đối tượng và phương pháp nghiên cứu của Kinh tế học pháp luật", Chuyên đề 3 trong Đề tài "Kinh tế học pháp luật và khả năng đưa kinh tế học pháp luật vào giảng dạy tại Trường Đại học Luật Hà Nội", *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường*, Trường Đại học Luật Hà Nội, Mã số: LH – 2011 – 11/ĐHL, Tr. 75-76.
14. Đại biểu nhân dân (2025), "TP. Hồ Chí Minh: Thao túng TTCK, 2 người bị xử phạt 3 tỷ đồng", https://daibieunhandan.vn/tp-ho-chi-minh-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-2-nguoi-bi-xu-phat-3-ty-dong-10362591.html.
15. Dương Ngân Hà (2023), "Doanh nghiệp tiếp cận thị trường vốn quốc tế thông qua SPSC – Bài học kinh nghiệm từ Cavico và Vinfast", *Chứng khoán Việt Nam*, Số 229, Tr. 12-17.
16. Nguyễn Thái Hà & Nguyễn Phương Thảo (Đồng chủ biên) (2024), *Giáo trình Luật Chứng khoán*, Học viện Ngân hàng, NXB. Lao động, Tr. 132.
17. Phan Đăng Hải, Nguyễn Phương Thảo (2021), "Nghĩa vụ CBTT của DNNY trên TTCK Việt Nam", *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, Số 231 – Tháng 8. 2021, Tr. 40-48.
18. HOSE, "Danh sách chứng khoán theo dõi đặc biệt", https://www.hsx.vn/vi/theo-doi-dac-biet.
19. Nguyễn Thị Thu Hương (2024), "VEAM và niềm khắc khoải 6 năm không lên được sàn niêm yết", *Tạp chí điện tử Người đưa tin*, https://www.nguoiduatin.vn/veam-va-niem-khac-khoai-6-nam-khong-len-duoc-san-niem-yet-204666491.htm.
20. Kinh tế Sài Gòn Online (2022), *"UBCKNN đã ban hành quyết định xử phạt Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (HAGL) số tiền 3 tỷ đồng và đình chỉ giao dịch 5 tháng vì vi phạm nghĩa vụ báo cáo dự kiến giao dịch chứng khoán"*, https://thesaigontimes.vn/hoang-anh-gia-lai-bi-phat-3-ti-dong-dinh-chi-giao-dich-chung-khoan-5-thang/.
21. Mai Phương (2025), "Mọi DNNY cổ phiếu đều nộp hồ sơ tại HOSE", *Thanh niên*, https://thanhnien.vn/moi-doanh-nghiep-niem-yet-co-phieu-deu-nop-ho-so-tai-hose-185250705081624964.htm.
22. Lê Vũ Nam (2013), "Điều kiện NYCP của doanh nghiệp nước ngoài trên TTCK Việt Nam", *Tạp chí Dân chủ & Pháp luật*, Số 4 (253) – 2013), Tr. 42-48.
23. Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (2007), "Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam với tiến trình cổ phần hóa", *Báo cáo thường niên 2007*, https://portal.vietcombank.com.vn/content/Investors/Investors/B%C3%A1o%20c%C3%A1o%20th%C6%B0%E1%BB%9Dng%20ni%C3%AAn/N%C4%83m%202007/Ngan%20hang%20Ngoai%20thuong%20Viet%20Nam%20voi%20tien%20trinh%20co%20phan%20hoa.pdf.
24. Pinetree Securities (2022), *"5 Vụ thao túng TTCK đình đám tại Việt Nam"*, https://pinetree.vn/post/20221102/5-vu-thao-tung-thi-truong-chung-khoan-dinh-dam-tai-viet-nam/.
25. Trần Hùng Sơn, Nguyễn Tôn Nhân (2017), *"Ảnh hưởng của việc NYCP đến hiệu quả*

hoạt động của doanh nghiệp", Đề tài nghiên cứu khoa học mã số B2015-34-01, Đại học Quốc gia TP.Hồ Chí Minh.

26. State Securities Commission of Vietnam & International Finance Corporation (2019), *Vietnam Corporate Governance Code of Best Practices*, p. 6.
27. Lê Minh Tâm (2008), *Giáo trình Luật chứng khoán*, Nhà xuất bản Công an Nhân dân.
28. Lê Thanh Tâm, Vũ Thanh Sơn (2024), "Phát triển thị trường tài chính trong nền kinh tế số tại Việt Nam", *Tạp chí Ngân hàng*, https://tapchinganhang.gov.vn/phat-trien-thi-truong-tai-chinh-trong-nen-kinh-te-so-tai-viet-nam-455.html.
29. Trần Đình Thám (2015), "Pháp luật về niêm yết chứng khoán tại Việt Nam: Thực trạng và giải pháp", *Tạp chí Khoa học Pháp lý*, 3(98), Tr. 45-52.
30. Nguyễn Phương Thảo (2025), "Vận dụng Lý thuyết Đại diện và Lý thuyết Thông tin bất cân xứng trong hoàn thiện pháp luật về NYCP tại Việt Nam", *Tạp chí Luật học*, Số 8/2025, tr. 105-119, 136.
31. Thời báo Tài chính Việt Nam (2025), *"Tập đoàn Lộc Trời bị xử phạt do vi phạm về công bố thông tin"*, https://thoibaotaichinhvietnam.vn/tap-doan-loc-troi-bi-xu-phat-do-vi-pham-ve-cong-bo-thong-tin-182326.html.
32. Phạm Thị Giang Thu (1997), "Cơ sở pháp lý cho việc CTCP phát hành cổ phiếu", *Tạp chí Luật học*, Số 5, 1997-10-01, Tr. 32-34. (Tr.32).
33. Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Trung Thùy Linh, Nguyễn Thị Hồng Anh & Đào Diệu Hằng (2024), "Phân tích tác động của chất lượng kiểm toán báo cáo tài chính đến giá cổ phiếu các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam", *Tạp chí Khoa học Đại học Thăng Long*, A3(2): 1–16 (2024).
34. Lê Thị Thu Thủy - Chủ biên (2017), *Giáo trình pháp luật về TTCK*, Nxb. Đại học Quốc gia Hà Nội.
35. Nguyễn Thị Thu Thủy (2019), *Pháp luật về QTCT niêm yết trên TTCK Việt Nam*, Nhà xuất bản Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh.
36. Tin nhanh chứng khoán (2024) *Nỗ lực vượt trên tuân thủ: 25 DNNY được vinh danh giải QTCT 2024*, https://www.tinnhanhchungkhoan.vn/no-luc-vuot-tren-tuan-thu-25-doanh-nghiep-niem-yet-duoc-vinh-danh-giai-quan-tri-cong-ty-2024-post358270.html.
37. Tòa án nhân dân cấp cao tại Hà Nội (2025), *Bản án số 598/2025/HS-PT ngày 26/6/2025*.
38. Nguyễn Lưu Tuyền (2024), "QTCT tại các DNNY trên sàn chứng khoán Việt Nam: Thực trạng và giải pháp", *Tạp chí Công thương - Các kết quả nghiên cứu khoa học và ứng dụng công nghệ*, Số 25 tháng 12 năm 2024, https://tapchicongthuong.vn/quan-tri-cong-ty-tai-cac-doanh-nghiep-niem-yet-tren-san-chung-khoan-viet-nam--thuc-trang-va-giai-phap-132812.htm.
39. Nguyễn Văn Tuyến, Nguyễn Đức Ngọc, Vũ Ngọc Anh… [et al.] (2012), "Kinh tế học pháp luật và khả năng đưa kinh tế học pháp luật vào giảng dạy tại Trường Đại học Luật Hà Nội", *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường*, Trường Đại học Luật Hà Nội, Mã số: LH – 2011 – 11/ĐHL, Tr.1.
40. UBCKNN & IMF (2019), *Bộ nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất dành*

cho CTĐC tại Việt Nam" – 1st. edition – 8/2019, https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/vietnam_cg_code_of_best_practices_v1.0_english.pdf?utm_source.

41. UBCKNN (2026), *Báo cáo thường niên năm 2025*, Cổng thông tin điện tử UBCKNN, https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/l/chitit?dDocName=APPSSCGOVVN1620169628.
42. Vietcombank Securities, *Về chúng tôi*, https://tuyendung.vcbs.com.vn/ve-chung-toi-35a523ab/vi.
43. Vietnam Listed Company Awards (2024), *Kết quả bình chọn 2024*, https://vlca.vn/ket-qua-binh-chon/2024-2/.
44. VietnamDaily (2024), *"Cổ phiếu KTT và TKG đã chính thức bị hủy niêm yết"*, https://vietnamdaily.kienthuc.net.vn/co-phieu-ktt-va-tkg-da-chinh-thuc-bi-huy-niem-yet-post4296303856.html.
45. Vietstock (2024), *"Hủy NYCP TKG do vi phạm nghĩa vụ tài chính và CBTT"*, https://vn.tradingview.com/news/vietstock:79cfb15e0833d:0/.
46. Vietstock (2025), "Báo cáo khảo sát CBTT 2025", *IR Award*, https://vafe.org.vn/Uploads/files/IR2025_BaoCaoKhaoSatCongBoThongTin2025_PDF(1).pdf.
47. Vietstock (2025), *"HOSE chốt ngày hủy niêm yết bắt buộc cổ phiếu PSH"*, https://vietstock.vn/2025/06/hose-chot-ngay-huy-niem-yet-bat-buoc-co-phieu-psh-741-1319747.htm.
48. Vietstock (2025), *"Những con số biết nói nhìn từ án phạt chứng khoán năm 2024"*, https://vietstock.vn/2025/01/nhung-con-so-biet-noi-nhin-tu-an-phat-chung-khoan-nam-2024-830-1256691.htm.
49. VnEconomy (2023), *"Không hoàn thành nghĩa vụ tài chính với Sở Giao dịch Chứng khoán, Địa ốc Tân Kỷ bị hủy niêm yết"*, https://vneconomy.vn/khong-hoan-thanh-nghia-vu-tai-chinh-voi-so-giao-dich-chung-khoan-dia-oc-tan-ky-bi-huy-niem-yet.htm.
50. VnExpress (2024), *"Bị hại nhận lại 7.215 đồng một cổ phiếu ROS trong vụ Trịnh Văn Quyết"*, https://vnexpress.net/bi-hai-nhan-lai-7-215-dong-mot-co-phieu-ros-trong-vu-trinh-van-quyet-4778037.html.

D. TRANG THÔNG TIN ĐIỆN TỬ

1. https://hnx.vn/vi-vn/
2. https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck
3. https://www.hsx.vn/vi/
4. https://www.vnx.vn/vi/