BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO **BỘ TƯ PHÁP**

TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

NGUYỄN PHƯƠNG THẢO

CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ
LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN TIẾN SĨ

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

HÀ NỘI - 2026

Các bài báo khoa học liên quan đến luận án đã được công bố trên tạp chí khoa học chuyên ngành

Số TT	Tên bài báo	Tên tạp chí, số, năm xuất bản	Trách nhiệm tham gia
1	Vận dụng Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng trong hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam	Tạp chí Luật học – Số 8/2025	Tác giả
2	Pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam qua lăng kính Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới và bối cảnh hội nhập quốc tế	Tạp chí Luật học – Số 4/2026	Tác giả

Số 8 - 2025

ISSN 0868 - 3522

Tạp chí

Luật Học

Journal of Legal Studies

Số 8
2025



TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

TẠP CHÍ LUẬT HỌC

TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

TẠP CHÍ LUẬT HỌC
ISSN 0868 - 3522
Số 8(303), tháng 8/2025
Năm thứ XXXI

Tất cả các bài đăng đều được phản biện độc lập

MỤC LỤC

Trang

NGHIÊN CỨU - TRAO ĐỔI

- Nguyên tắc công dân được làm tất cả những gì pháp luật không cấm trong xây dựng và hoàn thiện pháp luật ở Việt Nam
  HOÀNG THỊ LAN PHƯƠNG 3
- Bảo đảm, bảo vệ quyền trẻ em trên không gian mạng: Kinh nghiệm quốc tế và đề xuất giải pháp cho Việt Nam
  NGUYỄN VĂN CÔNG 16
- Chuyển đổi cơ chế thực thi quyền sở hữu trí tuệ trong giai đoạn hiện nay ở Việt Nam
  ĐỖ THỊ MINH THUỶ 31
- Pháp luật về kiểm soát nội bộ trong công ti niêm yết tại Hoa Kỳ: Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam
  PHẠM VĂN QUANG 41
- Vướng mắc pháp luật ảnh hưởng tới quá trình triển khai dự án đầu tư có sử dụng đất và kiến nghị hoàn thiện
  ĐOÀN VĂN BÌNH 56
- Pháp luật về kinh doanh dịch vụ môi giới bất động sản ở Việt Nam: Bất cập trong thực tiễn thi hành và một số đề xuất, kiến nghị
  BÙI HỒNG QUÂN 69
- Nghĩa vụ cung cấp thông tin của người lao động trong giao kết hợp đồng lao động
  TRẦN MINH TIẾN 80
- Quỹ hưu trí - Nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tiềm năng: Kinh nghiệm Thái Lan và gợi mở cho Việt Nam
  TRẦN THỊ NHẬT ANH 92
- Vận dụng lí thuyết đại diện và lí thuyết thông tin bất cân xứng trong hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam
  NGUYỄN PHƯƠNG THẢO 105
- Tương trợ tư pháp về dân sự và thương mại trong bối cảnh công nghệ số: Kinh nghiệm của Liên minh châu Âu cho ASEAN và Việt Nam
  TRẦN THỊ THU PHƯƠNG, PHÙNG BÍCH NGỌC, TRẦN HẠNH LINH 120

JOURNAL OF LEGAL STUDIES
ISSN 0868 - 3522
No 8(303), August 2025
Year XXXI

All manuscripts are subjected to a double-blind peer review process

CONTENTS

Pages

RESEARCH - EXCHANGE OF OPINIONS

♦ The legal maxim everything which is not forbidden is allowed for citizens in establishing and improving the law in Vietnam
HOANG THI LAN PHUONG 3

♦ Ensuring and protecting children's rights in cyberspace: International experiences and solutions for Vietnam
NGUYEN VAN CONG 16

♦ Transitioning the intellectual property rights enforcement mechanism in the current phase in Vietnam
DO THI MINH THUY 31

♦ Legal regulations on internal control in listed companies in the United States: Lessons for Vietnam
PHAM VAN QUANG 41

♦ Legal obstacles affecting the implementation of land-use investment projects and recommendations for improvement
DOAN VAN BINH 56

♦ The law on real estate brokerage services in Vietnam: Shortcomings in enforcement and some proposals for improvement
BUI HONG QUAN 69

♦ The employees' obligation to provide information in entering labour contracts
TRAN MINH TIEN 80

♦ Pension fund - A potential corporate bond investors: Experience from Thailand and some suggestions for Vietnam
TRAN THI NHAT ANH 92

♦ Applying the theories of agency and asymmetric information in improving the law on stock listing in Vietnam
NGUYEN PHUONG THAO 105

♦ Mutual legal assistance in civil and commercial matters in the era of digital technology: The European Union's experience and some suggestions for ASEAN and Vietnam
TRAN THI THU PHUONG, PHUNG BICH NGOC, TRAN HANH LINH 120

VẬN DỤNG LÍ THUYẾT ĐẠI DIỆN VÀ LÍ THUYẾT THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG TRONG HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

NGUYỄN PHƯƠNG THẢO *

Tóm tắt: *Trong cấu trúc pháp luật điều chỉnh thị trường chứng khoán, các quy định về niêm yết cổ phiếu giữ vai trò trung tâm trong việc định hình khuôn khổ quản trị thị trường, không chỉ kiểm soát điều kiện gia nhập thị trường chính thức mà còn góp phần thiết lập cơ chế thực thi các nguyên tắc minh bạch, trách nhiệm giải trình và bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư. Tuy nhiên, thực tiễn thi hành pháp luật tại Việt Nam vẫn tồn tại hạn chế về công bố thông tin, giám sát hậu kiểm và kiểm soát xung đột lợi ích. Bài viết tiếp cận vấn đề hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu từ hai học thuyết nền tảng: Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng. Trên cơ sở phân tích mối quan hệ giữa doanh nghiệp phát hành, nhà đầu tư và thị trường dưới góc nhìn hai học thuyết này, bài viết xác định những yêu cầu đặt ra đối với hoạt động lập pháp; đánh giá mức độ tương thích của pháp luật hiện hành; chỉ ra những khoảng trống pháp lí cần được điều chỉnh và đề xuất một số giải pháp nhằm hoàn thiện pháp luật theo hướng nâng cao hiệu quả hoạt động công bố thông tin, cải thiện năng lực giám sát và củng cố cơ chế bảo vệ nhà đầu tư phù hợp với thông lệ quốc tế.*

Từ khoá: Niêm yết cổ phiếu; lí thuyết đại diện; lí thuyết thông tin bất cân xứng

Nhận bài: 05/6/2025 Hoàn thành biên tập: 29/8/2025 Duyệt đăng: 29/8/2025

APPLYING THE THEORIES OF AGENCY AND ASYMMETRIC INFORMATION IN IMPROVING THE LAW ON STOCK LISTING IN VIETNAM

Abstract: *In the legal structure regulating the stock market, provisions on stock listing play a central role in shaping the market governance framework, not only do they control the conditions for a company to enter the market officially but they also contribute to the establishment of a mechanism for implementing the principles of transparency, accountability, and protection of investors' rights. However, the practice of enforcing the law in Vietnam still has limitations in information disclosure, post-audit supervision, and controlling conflicts of interest. This article approaches the issue of improving the law on stock listing from two fundamental theories: agency theory and asymmetric information theory. By analysing the relationship between stock issuing enterprises, investors, and the market from the perspective of these two theories, the article identifies the requirements for legislative activities, evaluates the fitness of current laws and identifies legal gaps that should be addressed, and proposes several groups of solutions to enhance Vietnamese laws on stock listing with the aim to improve the effectiveness of information disclosure activities, monitoring capacity, and strengthen investor protection mechanisms in line with international practices.*

Keywords: Stock listing; agency theory; asymmetric information theory

Received: 5 June 2025; Editing completed: 29 August 2025; Accepted for publication: 29 August 2025

*** Thạc sĩ, Học viện Ngân hàng. E-mail: thaonp.kl@hvnh.edu.vn**

1. Đặt vấn đề

Niêm yết cổ phiếu là khâu quan trọng trong quá trình tổ chức và vận hành thị trường chứng khoán (TTCK) hiện đại. Không chỉ là điều kiện để chứng khoán được giao dịch tập trung, niêm yết còn đóng vai trò như một công cụ pháp lí quan trọng buộc doanh nghiệp tuân thủ các chuẩn mực về minh bạch thông tin, quản trị công ti và bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư. Niêm yết đặt doanh nghiệp dưới sự giám sát của cơ quan quản lí, nhà đầu tư và thị trường, đổi lại, tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp huy động vốn công khai, nâng cao uy tín tài chính và khả năng tiếp cận nguồn lực thị trường. Tuy nhiên, thực tiễn thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy mối quan hệ giữa doanh nghiệp phát hành, cổ đông lớn, cổ đông thiểu số và nhà đầu tư tiềm ẩn nhiều rủi ro pháp lí. Điều này được minh chứng qua các vụ việc tạo cung cầu giả tạo, có thể kể đến trường hợp ông N.T.T, liên quan đến cổ phiếu HCI bị phạt tiền 575 triệu đồng do đã có hành vi thao túng TTCK[1] hay liên quan đến cổ phiếu PDR, bà N.T.P.T và ông P.T đều bị xử phạt 1,5 tỉ đồng, cấm giao dịch chứng khoán 2 năm do đã sử dụng hàng trăm tài khoản để thao túng giá cổ phiếu[2]. Bên cạnh đó, hiện tượng "niêm yết đối phó" cũng xuất hiện ở nhiều doanh nghiệp bất động sản, điển hình có các vụ việc liên quan đến che giấu thông tin, thao túng giá cổ phiếu đến mức truy cứu trách nhiệm hình sự đã được cơ quan điều tra khởi tố như vụ án liên quan hệ sinh thái FLC, Louis Holding, nhóm APEC...[3]. Những vấn đề này không chỉ làm suy giảm niềm tin của nhà đầu tư mà còn gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến tính toàn vẹn và hiệu quả hoạt động của TTCK. Năm 2022, chuỗi các vụ việc liên quan đến hành vi thao túng giá cổ phiếu đã khiến giá trị vốn hoá thị trường sụt giảm khoảng 40 tỉ USD, khiến tâm lí nhà đầu tư bị chấn động mạnh mẽ[4]. Không chỉ vậy, theo một nghiên cứu thực nghiệm, cổ phiếu của các doanh nghiệp có lãnh đạo bị công bố sai phạm ghi nhận mức sinh lợi bất thường (abnormal return) âm trung bình 4,53% ngay trong ngày công bố thông tin và tích lũy mức giảm tới 22% trong khung thời gian 5 ngày xung quanh sự kiện, cho thấy phản ứng tiêu cực mạnh mẽ từ nhà đầu tư, phản ánh sự mất niềm tin và tâm lí phòng vệ trên TTCK Việt Nam[5]. Rõ ràng, những vi

[1] Hải Giang (2023), *Hàng loạt vụ thao túng giá cổ phiếu vẫn diễn ra - Cách nào để kiểm soát?*, https://vnbusiness.vn/goc-nhin/hang-loat-vu-viec-thao-tung-gia-co-phieu-van-dien-ra-cach-nao-de-kiem-soat-1100217.html, truy cập 24/7/2025.

[2] Hải Băng (2025), *Ủy ban Chứng khoán phạt nặng hai cá nhân và một loạt cá nhân khác cho mượn tài khoản để thao túng cổ phiếu PDR*, https://thoibaotaichinhvietnam.vn/uy-ban-chung-khoan-phat-nang-hai-ca-nhan-va-mot-loat-ca-nhan-khac-cho-muon-tai-khoan-de-thao-tung-co-phieu-pdr-173030.html, truy cập 24/7/2025.

[3] Minh Lâm (2024), *Loạt bài: Nâng cao chất lượng công bố thông tin doanh nghiệp niêm yết - Bài 3: Siết chặt công bố thông tin, nâng chế tài xử phạt*, https://tapchitaichinh.vn/bai-3-siet-chat-cong-bo-thong-tin-nang-che-tai-xu-phat.html, truy cập 24/7/2025.

[4] Westbrook, T., & Vu, K. (2022), *Vietnam's 'blazing furnace' crackdown burns $40 bln off stocks*, https://www.reuters.com/article/markets/vietnam-blazing-furnace-idUSL3N2WP3M0, truy cập 24/7/2025.

[5] Nguyen Thi Thanh Loan, Dang Ngoc Hung, Vu Thi Thuy Van, Hoang Thi Viet Ha (2025), "Stock market reaction to wrongdoing by business leaders: Empirical study in Vietnam", *Asian Economic and*

phạm pháp luật điển hình trong hoạt động niêm yết cổ phiếu trên đây không chỉ làm thất thoát tài sản nghiêm trọng mà còn làm suy yếu tính minh bạch, hiệu quả định giá thị trường và khả năng huy động vốn dài hạn của các doanh nghiệp niêm yết.

Từ góc nhìn chính sách - pháp luật, có thể nhận thấy rằng hệ thống quy định hiện hành của Việt Nam về niêm yết cổ phiếu chưa phản ánh đầy đủ yêu cầu điều tiết xuất phát từ hai vấn đề cốt lõi nói trên: vấn đề đại diện và vấn đề bất cân xứng thông tin. Cụ thể, pháp luật chưa chú trọng đến việc phân tầng nghĩa vụ theo mức độ rủi ro đại diện, quy định công bố thông tin còn mang tính hình thức, chưa định lượng hoá theo chuẩn quản trị; cơ chế bảo vệ cổ đông nhỏ còn hạn chế về hiệu lực thực thi; hậu kiểm sau niêm yết còn thiếu hiệu quả[6]. Kết quả thực nghiệm cho thấy công bố thông tin bắt buộc có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp song công bố thông tin tự nguyện vẫn còn hạn chế cả về phạm vi và tính nhất quán; nhiều doanh nghiệp chỉ thực hiện công bố tự nguyện ở mức tối thiểu để thể hiện sự tuân thủ, thay vì nhằm mục đích cung cấp đầy đủ thông tin cho nhà đầu tư[7]. Điều đó phần nào cho thấy mặc dù pháp luật hiện hành đã có những bước tiến nhất định trong việc quy định nghĩa vụ công bố thông tin nhưng mức độ tuân thủ còn hạn chế, tính minh bạch chưa cao và chưa đáp ứng yêu cầu giảm thiểu rủi ro hệ thống[8], các chế tài dường như chưa đủ mạnh để hạn chế tối đa tình trạng thông tin bất cân xứng trên thị trường. Do đó, cần phải tiếp cận lại vấn đề thiết kế pháp luật về niêm yết cổ phiếu dựa trên cơ sở lí thuyết, đặc biệt là các học thuyết kinh tế có tính khái quát và ứng dụng cao.

Bài viết lựa chọn Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng như hai lí thuyết nền tảng để đánh giá và định hướng hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam. Đây là hai học thuyết đã được vận dụng rộng rãi trong việc định hình chính sách về TTCK và thiết kế pháp luật tài chính tại nhiều quốc gia phát triển như Hoa Kỳ (dựa trên Sarbanes-Oxley Act 2002) và Liên minh châu Âu (thông qua Chỉ thị Minh bạch 2004/109/EC). Trên cơ sở đó, bài viết đặt ra hai mục tiêu chính:

- Làm rõ các yêu cầu lập pháp đối với hoạt động niêm yết cổ phiếu từ góc nhìn của hai lí thuyết nêu trên;

- Đề xuất một số giải pháp nhằm vận

Financial Review, Vol. 15, No. 2, tr. 196, DOI: 10.55493/5002.v15i2.5291

[6] Tran Manh Dung, Ha Hong Hanh (2023), "Corporate governance disclosure and annual reports quality: An investigation in Vietnam context", *Cogent Economics & Finance*, Taylor & Francis, Abingdon, Vol. 11, Iss. 1, tr. 2 - 3, https://doi.org/10.1080/2332 2039.2023.2173125

[7] Loc Dong Truong, Thai Xuan Le & H. Swint Friday (2022), *The influence of information transparency and disclosure on the value of listed companies: Evidence from Vietnam*, Journal of Risk and Financial Management, 15(8), 345, tr. 2, https://doi.org/10.3390/jrfm15080345

[8] Đặng Anh Tuấn, Đinh Phạm Duy Long, Nguyễn Nam Anh, Nguyễn Phương Dung, Nguyễn Phương Anh, Lê Thu Trang (2023), *Tác động của công bố thông tin tới rủi ro hệ thống của các công ti niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, https://thitruongtaichinhtiente.vn/tac-dong-cua-cong-bo-thong-tin-toi-rui-ro-he-thong-cua-cac-cong-ty-niem-yet-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-67874.html, truy cập 24/7/2025.

dụng hiệu quả hai lí thuyết này trong hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu, góp phần giảm thiểu rủi ro thị trường và nâng cao hiệu quả bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam.

2. Nhận thức chung về Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng

2.1. Lí thuyết Đại diện (Agency Theory)

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"[9], đặt nền tảng cho việc phân tích mối quan hệ đại diện. Sau đó, Lí 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 ownership structure" năm 1976[10].

Một cách khái quát, Lí thuyết Đại diện tập trung vào mối quan hệ giữa người ủy quyền (principal) và người được ủy quyền - người đại diện (agent), trong đó cổ đông (principal) thuê nhà quản lí (agent) để thay mặt họ điều hành công ti. Tuy nhiên, do bất cân xứng thông tin và xung đột lợi ích, nhà quản lí có thể ra quyết định không phù hợp với mục tiêu và lợi ích 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 lí, dẫn đến chi phí đại diện phát sinh từ việc giám sát và kiểm soát các quyết định của nhà quản lí, đặc biệt là trong các công ti đại chúng. Khi công ti niêm yết cổ phiếu 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[11].

Lí thuyết Đại diện là một trong những lí thuyết quan trọng để phân tích các vấn đề lí luận liên quan đến niêm yết cổ phiếu và pháp luật về niêm yết cổ phiếu. Lí thuyết này 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 công ti niêm yết. Điều này thể hiện ở một số khía cạnh cụ thể sau đây:

Thứ nhất, vai trò của niêm yết cổ phiếu trong việc tăng cường sự giám sát từ thị trường và nhà đầu tư. 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 đối với tổ chức phát hành cổ phiếu. Nhờ đó, niêm yết cổ phiếu giúp giảm thiểu rủi ro đạo đức (moral hazard) của nhà quản lí, buộc họ phải đưa ra các quyết định vì lợi ích của cổ đông thay vì lợi ích cá nhân[12].

---

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

[10] 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, tr. 305 - 360.

[11] Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1997), "A survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol LII, No. 2, June, tr. 739, 766.

[12] Eugene F. Fama & Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June, tr. 5 - 6, 15 - 17.

Thứ hai, niêm yết cổ phiếu giống như một cơ chế tín hiệu (signaling mechanism). Theo đó, doanh nghiệp có thể sử dụng việc chủ động niêm yết như một cách truyền đạt đến thị trường "tín hiệu" tích cực về chất lượng quản trị và mức độ minh bạch trong hoạt động của mình; đồng thời cho thấy doanh nghiệp sẵn sàng tuân thủ các chuẩn mực giám sát nghiêm ngặt, từ đó góp phần gia tăng mức độ tin cậy đối với nhà đầu tư... Các nghiên cứu chỉ ra rằng: Công ti có chất lượng quản trị tốt thường lựa chọn niêm yết trên thị trường uy tín hơn[13] và mức độ công bố thông tin minh bạch có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp sau khi niêm yết[14]. Điều này có nghĩa là, nếu pháp luật niêm yết càng yêu cầu cao về công bố thông tin và minh bạch tài chính thì TTCK sẽ càng hấp dẫn đối với nhà đầu tư.

Thứ ba, pháp luật về niêm yết cổ phiếu đóng vai trò quan trọng trong việc điều tiết, giảm thiểu các xung đột lợi ích giữa cổ đông (chủ sở hữu công ti) và nhà quản lí (người điều hành công ti) trong các công ti đại chúng. Doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán phải tuân thủ các quy định chặt chẽ về công bố thông tin tài chính, giảm thiểu rủi ro từ xung đột lợi ích bằng cách bắt buộc nhà quản lí phải cung cấp các thông tin quan trọng một cách minh bạch. Bên cạnh đó, quản trị công ti trong các doanh nghiệp niêm yết đóng vai trò trung tâm trong việc tạo lập một cơ chế giám sát mạnh mẽ, đảm bảo nhà quản lí không thể dễ dàng ra quyết định vì lợi ích cá nhân của chính họ mà không bị giám sát, từ đó giúp giảm thiểu rủi ro đại diện và tăng cường lòng tin của nhà đầu tư. Ngoài ra, pháp luật về niêm yết cổ phiếu còn đặt ra các biện pháp xử lí vi phạm đảm bảo tính răn đe đối với những doanh nghiệp không tuân thủ quy định, bảo vệ nhà đầu tư và duy trì tính toàn vẹn của thị trường.

2.2. Lí thuyết Thông tin bất cân xứng (Asymmetry Information Theory)

Lí 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[15]. Sau đó, Michael Spence[16] và Joseph E. Stiglitz [17] đã mở rộng và hoàn thiện lí 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; trong khi Stiglitz đề xuất "cơ chế sàng lọc" (screening), trong đó bên ít thông tin hơn thiết kế các cơ chế để khuyến khích bên có nhiều thông tin tiết lộ thông tin của họ cho mình.

[13] 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), tr. 205 - 207.

[14] Hong Qian (2011), "Timing of Seasoned Equity Offerings: A Duration Analysis", *Managerial Finance*, Vol. 40 No. 6, tr. 18.

[15] George A. Akerlof (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, Aug., tr. 488 - 500.

[16] Michael Spence (1973), "Job Market Signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, August, tr. 355 - 374.

[17] Stiglitz, J. E. (1975), "The Theory of "Screening", Education, and the Distribution of Income", *The American Economic Review*, 65(3), tr. 283 - 300.

Lí thuyết Thông tin bất cân xứng tập trung vào tình huống, trong đó 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. Lí thuyết này chủ yếu dựa trên hai vấn đề cơ bản: Lựa chọn bất lợi (adverse selection) và rủi ro đạo đức (moral hazard). Trong thị trường tài chính, lựa chọn bất lợi có thể khiến các nhà đầu tư tránh xa những khoản đầu tư mà họ cho là rủi ro, ngay cả khi một số công ti thực sự có tiềm năng phát triển; còn 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. Điều này có thể xuất hiện khi các nhà quản lí 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.

Lí thuyết Thông tin bất cân xứng cung cấp một nền tảng lí luận 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, từ đó đặt ra những yêu cầu cụ thể đối với hoạt động niêm yết cổ phiếu và pháp luật điều chỉnh hoạt động niêm yết cổ phiếu.

Xét trên bình diện lí thuyết, vấn đề thông tin bất cân xứng có những mối liên hệ mật thiết, mang tính khách quan và có những tác động qua lại với hoạt động niêm yết cổ phiếu và pháp luật về niêm yết cổ phiếu:

Thứ nhất, đối với hoạt động niêm yết cổ phiếu: Thông tin bất cân xứng là một vấn đề cốt lõi của TTCK, đặc biệt là trong hoạt động niêm yết cổ phiếu. Khi một doanh nghiệp phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) hoặc niêm yết trên một sở giao dịch chứng khoán, các nhà đầu tư 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 nắm bắt và sử dụng các thông tin về tình hình tài chính và chiến lược hoạt động của công ti. Điều này dẫn đến hiện tượng "lựa chọn bất lợi" (adverse selection) mà George A. Akerlof đã đề cập và vấn đề rủi ro đạo đức sau khi niêm yết. Cụ thể, các công ti có chất lượng thấp hơn có thể tận dụng sự thiếu minh bạch thông tin để niêm yết cổ phiếu với giá cao, trong khi các công ti có chất lượng và uy tín có thể lo ngại rằng thị trường không thể phân biệt được họ với các công ti kém chất lượng, dẫn đến việc bị định giá thấp[18]. Điều này có thể làm suy giảm động lực tham gia TTCK của các doanh nghiệp có nền tảng hoạt động minh bạch và hiệu quả thực chất... Đồng thời, sau khi công ti 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 nhỏ lẻ, 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 công bố thông tin là điều cần thiết để tạo niềm tin cho nhà đầu tư và nâng cao hiệu quả của TTCK.

Thứ hai, đối với pháp luật về niêm yết cổ phiếu: Hệ thống pháp luật về niêm yết cổ phiếu đóng vai trò quan trọng trong việc kiểm soát thông tin bất cân xứng, đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư và thúc đẩy tính

[18] George A. Akerlof (1970), tlđd, tr. 495 - 496.

minh bạch của thị trường. Lí thuyết Thông tin bất cân xứng giải thích tại sao TTCK cần có các cơ chế pháp lí chặt chẽ để kiểm soát rủi ro từ sự chênh lệch thông tin giữa doanh nghiệp niêm yết và nhà đầu tư. Lí thuyết này cũng giúp định hình những nội dung và tiêu chuẩn của pháp luật tác động đến hoạt động niêm yết cổ phiếu, tiêu biểu như: quy định về điều kiện niêm yết, quy định về công bố thông tin, quy định về bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư và quy định về xử lí vi phạm… Bằng cách nghiên cứu và điều chỉnh khung pháp lí 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; từ đó, tạo dựng một môi trường đầu tư minh bạch, hiệu quả và công bằng, góp phần thu hút thêm dòng vốn và nâng cao niềm tin của nhà đầu tư vào hệ thống tài chính.

3. Tiếp cận từ Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng trong hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu và các giải pháp đề xuất cho Việt Nam

3.1. Yêu cầu của Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng đối với pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Hoàn thiện pháp luật nói chung và pháp luật về niêm yết cổ phiếu nói riêng vốn được xem là nhu cầu khách quan bởi những thay đổi thường xuyên của đời sống kinh tế-xã hội ở các quốc gia, trong đó có Việt Nam.

Xét về phương diện học thuật, có thể cho rằng Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng đặt ra những yêu cầu cơ bản sau đây đối với việc hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu:

Thứ nhất, yêu cầu kiểm soát chi phí đại diện và hạn chế xung đột lợi ích giữa cổ đông nói chung và cổ đông thiểu số nói riêng với các chủ thể quản lí công ti.

Dưới góc nhìn của Lí thuyết Đại diện, niêm yết cổ phiếu không chỉ là một phương thức huy động vốn công khai mà còn là công cụ để định hình cơ chế giám sát và giảm thiểu chi phí đại diện phát sinh từ mối quan hệ giữa cổ đông (đặc biệt là cổ đông thiểu số) và nhà quản lí. Trong mối quan hệ này, các nhà quản lí được xem là "đại diện" của cổ đông nhưng lại có xu hướng hành động vì lợi ích cá nhân, đặc biệt khi thông tin nội bộ không minh bạch và cơ chế kiểm soát lỏng lẻo[19].

Chi phí đại diện, bao gồm cả chi phí giám sát và tổn thất do hành vi cơ hội có thể làm suy giảm giá trị doanh nghiệp cũng như lòng tin của nhà đầu tư. Do vậy, pháp luật về niêm yết cổ phiếu cần được thiết kế nhằm kiểm soát và giới hạn các hành vi làm phát sinh chi phí đại diện, đặc biệt là các hành vi tư lợi, chẳng hạn như: thao túng báo cáo tài chính, lạm dụng tài sản công ti, ra quyết định vì động cơ thưởng ngắn hạn... Nghiên cứu của Bebchuk và Fried (2004) chỉ ra rằng, trong môi trường pháp lí không hoàn hảo và thiếu sự ràng buộc chặt chẽ, các gói lương, thưởng ngắn hạn có thể thúc đẩy nhà quản lí lựa chọn cách hành xử gây xung đột với lợi ích dài hạn của doanh nghiệp, điển hình là việc che giấu rủi ro, làm đẹp báo cáo tài chính và thực hiện các thương vụ đầu tư rủi

[19] Michael C. Jensen & William H. Meckling (1976), tlđd, tr. 309.

ro nhằm tối đa hoá lợi ích cá nhân trong ngắn hạn[20].

Mặt khác, việc niêm yết cổ phiếu còn tạo ra khả năng phân tán quyền sở hữu, làm gia tăng xung đột giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ. Khi quyền lực tập trung vào một nhóm cổ đông kiểm soát, các quyết định chiến lược, phân phối lợi nhuận hoặc công bố thông tin có thể bị chi phối theo hướng bất lợi cho cổ đông thiểu số. Do đó, các quy định pháp luật về niêm yết cần thiết lập cơ chế cân bằng lợi ích giữa các nhóm cổ đông, thông qua quy định chặt chẽ về quyền biểu quyết, quy chế giao dịch với bên liên quan và các chuẩn mực minh bạch về quản trị công ti[21]. Từ đó, có thể thấy rằng để kiểm soát chi phí đại diện một cách hiệu quả, hệ thống pháp luật về niêm yết cổ phiếu không chỉ cần đặt ra những điều kiện niêm yết mang tính kĩ thuật mà còn cần mở rộng sang các quy định về giám sát quản trị công ti, công bố thông tin, chế độ lương, thưởng và bảo vệ quyền cổ đông. Đây chính là nền tảng nhằm đảm bảo mối quan hệ đại diện trong công ti niêm yết được thiết lập trên cơ sở trách nhiệm, minh bạch và khả năng có thể được giám sát một cách hiệu quả.

Những bất cập pháp lí ở Việt Nam (như tình trạng thao túng giá cổ phiếu, công bố thông tin hình thức hay xung đột lợi ích kéo dài giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ) đều được đánh giá trên cơ sở thực tiễn rõ ràng qua hàng loạt vụ việc mà cơ quan có thẩm quyền đã giải quyết trong thời gian gần đây. Nguyên nhân sâu xa của những hạn chế này phần lớn xuất phát từ thực trạng pháp luật hiện hành chưa thực sự vận dụng đầy đủ các nguyên tắc cốt lõi của Lí thuyết Đại diện trong thiết kế và thực thi các quy định về niêm yết. Cụ thể, khung pháp lí mới chỉ chú trọng đến các tiêu chí tài chính - kĩ thuật khi chấp thuận niêm yết song lại thiếu các quy định thực chất về kiểm soát hành vi đại diện như giới hạn quyền lực cổ đông kiểm soát, trách nhiệm của HĐQT đối với cổ đông thiểu số hay tính ràng buộc của cơ chế hậu kiểm. Việc chưa tích hợp đầy đủ logic giám sát đại diện trong thiết kế pháp luật khiến hệ thống hiện hành khó kiểm soát hành vi tư lợi và bảo vệ hiệu quả quyền lợi của nhà đầu tư trên TTCK.

Thứ hai, yêu cầu giảm thiểu tình trạng bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp niêm yết và nhà đầu tư.

Dưới góc nhìn của Lí thuyết Thông tin bất cân xứng, một trong những thách thức cốt lõi của TTCK là sự chênh lệch hay thiếu công bằng, bình đẳng về khả năng tiếp cận và kiểm chứng thông tin giữa các bên tham gia, đặc biệt giữa doanh nghiệp niêm yết và nhà đầu tư. Do đó, yêu cầu đặt ra cho pháp luật về niêm yết cổ phiếu là chúng phải được thiết kế nhằm hạn chế tối đa sự bất cân xứng thông tin giữa các bên liên quan để thúc đẩy tính minh bạch, hiệu quả trong quá trình phân bổ vốn và bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư.

Thông tin bất cân xứng có thể làm gia tăng rủi ro lựa chọn đối nghịch (adverse selection), khi nhà đầu tư không thể hoặc

[20] Bebchuk, L.A. & Fried, J.M. (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation,* Havard University Press, Cambridge, tr. 5 - 6.

[21] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1 - 2, tr. 6 - 7.

không có khả năng phân biệt chính xác giữa doanh nghiệp chất lượng cao và thấp trong quá trình ra quyết định đầu tư. Như Akerlo đã chỉ ra, sự thiếu hụt thông tin đáng tin cậy sẽ dẫn đến việc doanh nghiệp tốt bị định giá thấp, trong khi các doanh nghiệp xấu sẽ lợi dụng sự mơ hồ để chiếm lĩnh thị trường khiến chất lượng trung bình của hàng hoá thị trường suy giảm[22]. Trong TTCK, điều này đồng nghĩa với việc giá cổ phiếu sẽ không phản ánh đúng giá trị nội tại của doanh nghiệp phát hành cổ phiếu, làm giảm tính hiệu quả của thị trường và làm suy yếu lòng tin của nhà đầu tư đối với tổ chức phát hành.

Mặt khác, các doanh nghiệp có xu hướng che giấu các thông tin tiêu cực hoặc cố ý làm đẹp thông tin công bố để đạt mục tiêu niêm yết cổ phiếu hoặc nâng cao khả năng huy động vốn - một hành vi được xem là "che giấu lựa chọn" (hidden information). Việc công bố thông tin không đầy đủ, không kịp thời hoặc thiếu chính xác có thể gây ra biến động giá bất thường và rủi ro pháp lí nghiêm trọng. Ball và Shivakumar nhấn mạnh rằng TTCK ở các nền kinh tế mới nổi thường tồn tại hiện tượng công bố thông tin có tính tuần hoàn và phản ứng muộn trước các biến cố tài chính, làm trầm trọng thêm tình trạng bất cân xứng thông tin[23].

Trước thực trạng đó, pháp luật về niêm yết cổ phiếu cần bảo đảm một cơ chế công bố thông tin toàn diện, có thể kiểm chứng theo cả hướng định lượng và định tính. Ngoài ra, pháp luật nên quy định nghĩa vụ công bố thông tin phân tầng tương ứng với mức độ rủi ro và quy mô của doanh nghiệp niêm yết giống như khuyến nghị của Tổ chức Hợp tác và phát triển kinh tế[24]. Điều này không chỉ giúp thị trường hấp thụ thông tin một cách hiệu quả hơn mà còn giảm bớt gánh nặng chi phí tuân thủ cho các doanh nghiệp nhỏ, từ đó tạo nên sự cân bằng giữa yêu cầu minh bạch và tính hiệu quả.

Thực tiễn TTCK Việt Nam cho thấy những biểu hiện rõ nét của tình trạng bất cân xứng thông tin như chậm công bố thông tin, thiếu kiểm chứng hoặc có dấu hiệu làm đẹp báo cáo để phục vụ mục tiêu niêm yết. Hàng loạt vụ việc bị xử phạt vì công bố sai lệch hoặc không công bố thông tin quan trọng cho thấy tính răn đe của hệ thống pháp luật còn yếu[25]. Những hạn chế này phần lớn xuất phát từ việc các quy định hiện hành chưa được xây dựng trên cơ sở tiếp cận toàn diện với Lí thuyết Thông tin bất cân xứng. Cụ thể, pháp luật chủ yếu yêu cầu công bố thông tin dạng mô tả, thiếu cơ chế kiểm tra tính xác thực hoặc trách nhiệm giải trình rõ ràng đối với hành vi làm sai lệch thông tin. Việc chưa thiết kế hệ thống nghĩa vụ công bố phù hợp với mức độ rủi ro doanh nghiệp và chưa triển khai cơ chế hậu kiểm hiệu quả cũng làm giảm năng lực điều tiết của pháp luật

[22] George A. Akerlof (1970), tlđd, tr. 495 - 496.

[23] Ball, R., & Shivakumar, L. (2008), "Earnings Quality at Initial Public Offerings", *Journal of Accounting and Economics*, Volume 45, Issues 2 - 3, https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001

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

[25] 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 28/8/2025.

trong việc khắc phục bất cân xứng thông tin - một điều kiện nền tảng cho sự phát triển minh bạch và bền vững của thị trường.

Thứ ba, yêu cầu bảo vệ cổ đông nhỏ và đảm bảo tính toàn vẹn, minh bạch của thị trường chứng khoán.

Dưới góc nhìn kết hợp giữa Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng, một trong những yêu cầu quan trọng hàng đầu đặt ra đối với pháp luật về niêm yết cổ phiếu là phải bảo vệ hiệu quả quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư, trong đó có các cổ đông nhỏ, đồng thời phải duy trì tính toàn vẹn và minh bạch của TTCK. Đây không chỉ là vấn đề đạo đức thị trường mà còn là điều kiện tiên quyết để đảm bảo tính công bằng, niềm tin thị trường và hiệu quả vận hành của cơ chế niêm yết cổ phiếu.

Trong các công ti đại chúng, cổ đông nhỏ thường ở vị thế yếu hơn và ít có khả năng tác động đến các quyết định quản trị công ti hơn so với cổ đông lớn và thành viên ban điều hành. Về vấn đề này, Lí thuyết Đại diện lí giải rằng các cổ đông nhỏ chính là "principal" (chủ sở hữu) chịu thiệt hại từ hành vi thiên vị, tư lợi của "agent" (ban điều hành hoặc cổ đông kiểm soát)[26]. Trong khi đó, Lí thuyết Thông tin bất cân xứng cho thấy các cổ đông nhỏ gần như không có khả năng tiếp cận các thông tin chiến lược nội bộ khiến họ trở thành đối tượng dễ bị tổn thương trong các quyết định về chia cổ tức, sáp nhập, phát hành thêm cổ phiếu hay chuyển nhượng tài sản có xung đột lợi ích[27]. Nhiều nghiên cứu quốc tế cũng chỉ ra rằng việc không có cơ chế bảo vệ cổ đông nhỏ có thể dẫn đến hệ quả nghiêm trọng về niềm tin thị trường và chất lượng niêm yết. Tổ chức quốc tế OECD đã nhấn mạnh trong Bộ nguyên tắc quản trị doanh nghiệp 2023 rằng việc bảo vệ cổ đông nhỏ là một trong những trụ cột của hệ thống quản trị hiện đại, bởi lẽ chỉ khi mọi cổ đông đều được tiếp cận thông tin một cách công bằng và có khả năng giám sát thực chất thì TTCK mới có thể vận hành minh bạch và hiệu quả[28].

Về mặt pháp lí, yêu cầu bảo vệ cổ đông nhỏ cần được cụ thể hoá thông qua việc thiết kế các công cụ kiểm soát nội bộ và cơ chế thực thi quyền một cách rõ ràng, minh bạch. Trong đó, các quy định về nghĩa vụ công bố thông tin cần được mở rộng theo hướng bao gồm cả thông tin cảnh báo rủi ro, đặc biệt là rủi ro liên quan đến quyền biểu quyết và phân bổ quyền lực trong công ti. Một số khuyến nghị từ OECD nhấn mạnh rằng việc công bố đầy đủ thông tin liên quan đến giao dịch của cổ đông kiểm soát là điều kiện tiên quyết để bảo vệ nhà đầu tư và duy trì lòng tin của thị trường. Ngoài ra, một yêu cầu quan trọng khác là thiết lập cơ chế giám sát độc lập đối với các giao dịch có khả năng phát sinh xung đột lợi ích (related-party transactions). Theo các nguyên tắc của Mạng lưới Quản trị công ti quốc tế, cổ đông thiểu số cần được trao quyền phủ quyết hoặc có đại diện tham gia các ủy ban kiểm toán để đảm bảo việc xem xét các giao dịch nội bộ diễn ra công bằng và hợp lí[29]. Bên cạnh đó, một công cụ pháp lí

[26] Michael C. Jensen & William H. Meckling (1976), tlđd, tr. 309.

[27] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999), tlđd, tr. 4.

[28] OECD (2023), tlđd.

[29] International Corporate Governance Network (2021),

khác ngày càng được sử dụng rộng rãi trong các thị trường phát triển (tiêu biểu như Hàn Quốc, Singapore) đó là cơ chế khởi kiện tập thể (class action) - cho phép nhóm cổ đông nhỏ thực hiện quyền yêu cầu bồi thường hoặc ngăn chặn hành vi lạm quyền.

Ngoài ra, tính toàn vẹn và minh bạch của TTCK gắn liền với khả năng ngăn ngừa các hành vi gian lận, thao túng thị trường và lợi dụng niêm yết để "thoát hàng" của nhóm cổ đông nội bộ. Đây là lí do giải thích vì sao pháp luật về niêm yết cổ phiếu cần có thiết kế đồng bộ giữa yêu cầu công bố thông tin, quy tắc đạo đức niêm yết và hệ thống hậu kiểm minh bạch nhằm đảm bảo thông tin đưa ra thị trường là công khai, chính xác, kịp thời và dễ tiếp cận.

Trên TTCK Việt Nam những năm gần đây, các hành vi xâm hại quyền cổ đông nhỏ và làm suy giảm tính toàn vẹn của thị trường vẫn diễn ra phổ biến, tiêu biểu là việc cổ đông lớn chi phối đại hội đồng cổ đông[30], không công bố kịp thời các giao dịch liên quan, phát hành thêm cổ phiếu nhằm pha loãng tỉ lệ sở hữu của cổ đông thiểu số[31]. Những vấn đề này cho thấy hệ thống pháp luật hiện hành, dù đã có quy định về công bố thông tin và giao dịch với bên liên quan nhưng vẫn chưa thiết kế được một cấu trúc pháp lí hiệu quả để bảo vệ cổ đông nhỏ theo đúng tinh thần của Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng. Nhiều quy định vẫn dừng lại ở yêu cầu hình thức, thiếu các cơ chế cưỡng chế thực thi hoặc cơ chế đại diện pháp lí tập thể như khởi kiện nhóm. Việc chưa nội luật hoá đầy đủ các nguyên lí về quyền tiếp cận thông tin, giám sát đối trọng và đối xử công bằng trong quản trị công ti khiến các cổ đông nhỏ vẫn ở vị thế dễ bị tổn thương, từ đó đặt ra yêu cầu cấp thiết phải vận dụng đầy đủ hơn lí luận nền tảng vào quá trình xây dựng và hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu.

3.2. Một số giải pháp nhằm vận dụng hiệu quả Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng trong hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu ở Việt Nam

Như đã đề cập ở trên, việc hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu cần được đặt trong mối liên hệ tác động qua lại với các học thuyết kinh tế, trong đó có Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng. Ở mức độ khái quát, để vận dụng hiệu quả và có tính thực chất các lí thuyết này trong việc hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu, cần cân nhắc một số giải pháp cụ thể sau đây:

Thứ nhất, nhóm giải pháp kiểm soát chi phí đại diện và hạn chế xung đột lợi ích. Nhóm giải pháp này tập trung vào một số vấn đề sau đây:

Một là, cần bổ sung các quy định pháp lí bắt buộc về công bố các giao dịch có khả năng gây xung đột lợi ích (related-party transactions - RPTs). Các giao dịch giữa công ti với cổ đông lớn, thành viên hội đồng

---

ICGN Global Governance Principles, https://www.icgn.org/icgn-global-governance-principles, truy cập 10/4/2025.

[30] Nguyễn, H. A., Lê, Q. L., & Vũ, T. K. A. (2021), "Ownership structure and earnings management: Empirical evidence from Vietnam", *Cogent Business & Management*, 8, tr. 5, https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1908006

[31] The World Bank (2023), *Unlocking the Potential of Viet Nam's Capital Markets*, tr. 77, https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022224202031302/pdf/P176855186fbdd0e8180c114c148e02dc6c.pdf, truy cập 28/8/2025.

quản trị hoặc người có liên quan thường là nguồn phát sinh chi phí đại diện cao nhất do nguy cơ lạm dụng vị trí kiểm soát để chiếm đoạt tài sản công ti. Mặc dù Thông tư số 96/2020/TT-BTC của Bộ Tài chính quy định bắt buộc công bố thông tin đối với các tài liệu như báo cáo tài chính, báo cáo hoạt động kinh doanh và các sự kiện quan trọng nhưng các tiêu chuẩn định tính (đặc biệt liên quan ESG) vẫn chỉ khuyến khích tự nguyện công bố, thiếu kiểm toán hoặc giám sát độc lập, dễ dẫn đến nội dung báo cáo vẫn mang tính hình thức và thiếu sức ràng buộc pháp lí. Do đó, có thể học hỏi kinh nghiệm từ các nước OECD trong việc thiết lập các quy định yêu cầu các giao dịch RPTs phải được công khai đầy đủ và phải được phê duyệt bởi một bộ phận độc lập, thường là thành viên độc lập hội đồng quản trị, ủy ban kiểm toán độc lập hoặc các cổ đông không có lợi ích liên quan trong giao dịch[32]. Việc yêu cầu công bố công khai kèm theo báo cáo thẩm định rủi ro đối với các RPTs không chỉ giúp kiểm soát chi phí đại diện mà còn tăng cường sự minh bạch về quyền tài sản trong công ti[33].

Hai là, cần tăng cường quy định về trách nhiệm giải trình của ban lãnh đạo sau khi công ti đã niêm yết. Một trong những biểu hiện phổ biến của xung đột lợi ích là việc nhà quản lí theo đuổi các mục tiêu ngắn hạn để gia tăng lợi ích cá nhân[34]. Vì vậy, pháp luật cần quy định cụ thể nghĩa vụ công bố thông tin liên quan đến chiến lược quản trị, kế hoạch đầu tư và các quyết định trọng yếu mà ban lãnh đạo thực hiện sau khi niêm yết. Các nghĩa vụ này nên được thiết kế theo hướng yêu cầu minh bạch không chỉ về nội dung quyết định mà còn về quá trình ra quyết định và các lợi ích liên quan, từ đó giúp cổ đông và nhà đầu tư đánh giá năng lực và động cơ của ban quản lí hiệu quả hơn.

Ba là, cần đẩy mạnh việc áp dụng cơ chế độc lập hoá các bộ phận giám sát nội bộ. Kinh nghiệm quốc tế từ OECD và nhiều thị trường tài chính phát triển cho thấy, một trong những biện pháp hiệu quả để kiểm soát chi phí đại diện là tăng cường tính độc lập của các thiết chế giám sát trong nội bộ doanh nghiệp, bao gồm ủy ban kiểm toán, kiểm toán nội bộ và thành viên độc lập hội đồng quản trị[35]. Pháp luật về niêm yết cổ phiếu cần quy định rõ ràng hơn về cơ cấu, hoạt động của thành viên độc lập hội đồng quản trị, ủy ban kiểm toán và quyền truy cập thông tin của bộ phận kiểm soát nội bộ trong doanh nghiệp nhằm đảm bảo khả năng phát hiện và ngăn chặn sớm các xung đột lợi ích.

Bốn là, cần đưa vào cấu trúc pháp luật về niêm yết cổ phiếu các yêu cầu về phân tầng nghĩa vụ đối với các công ti có nguy cơ xung đột lợi ích cao. Theo khuyến nghị từ nhiều nghiên cứu thực nghiệm, việc áp dụng các chuẩn công bố thông tin và giám sát nội bộ theo mức độ rủi ro đại diện giúp tối ưu hoá chi phí tuân thủ và nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp[36]. Các công ti có tỉ lệ cổ

[32] OECD (2023), tlđd.

[33] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006), "What Works in Securities Laws?", *The Journal of Finance*, Volume 61, Issue 1, tr. 10 - 11.

[34] Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2009), "The Elusive Quest for Global Governance Standards", *University of Pennsylvania Law Review*, Volume 157, Issue 5, tr. 1287.

[35] OECD (2023), tlđd.

[36] Jill Solomon (2020), *Corporate Governance and Accountability (5th Edition)*, John Wiley & Sons.

đông kiểm soát cao hoặc lịch sử xung đột lợi ích nên được đặt dưới cơ chế giám sát tăng cường, trong đó cơ quan quản lí có quyền yêu cầu công bố thêm thông tin hoặc kiểm toán bắt buộc khi thấy cần thiết.

Thứ hai, nhóm giải pháp giảm thiểu thông tin bất cân xứng giữa doanh nghiệp niêm yết và nhà đầu tư. Trên nguyên tắc, các giải pháp này tập trung giải quyết các vấn đề sau:

Một là, cần thiết kế các quy định về nghĩa vụ công bố thông tin theo hướng kết hợp định lượng và định tính, phù hợp với chuẩn mực quản trị doanh nghiệp hiện đại. Trên cơ sở khuyến nghị của OECD, khung pháp lí cần hướng đến mục tiêu bảo đảm công bố kịp thời và chính xác các thông tin quan trọng liên quan đến tình hình tài chính, hiệu quả hoạt động, rủi ro, cấu trúc sở hữu - kiểm soát, cơ cấu quản trị và các giao dịch với bên liên quan. Đặc biệt, thông tin về quyền sở hữu cổ phần lớn, cơ chế lựa chọn và tính độc lập của thành viên HĐQT, thù lao của lãnh đạo cấp cao và mức độ tuân thủ các quy chuẩn quản trị cần được trình bày minh bạch, có thể kiểm chứng. Việc mở rộng phạm vi công bố theo hướng này không chỉ giúp giảm thiểu tình trạng bất cân xứng thông tin mà còn góp phần nâng cao tính trách nhiệm và khả năng giám sát của thị trường đối với doanh nghiệp niêm yết.

Hai là, cân nhắc áp dụng mô hình công bố thông tin phân tầng theo ngành nghề, quy mô và mức độ rủi ro. Tổ chức OECD khuyến nghị rằng các công ti nên công bố thông tin phù hợp với đặc điểm ngành nghề và quy mô hoạt động nhằm đảm bảo rằng nhà đầu tư nhận được thông tin phù hợp và có thể so sánh. Việc này giúp giảm thiểu bất cân xứng thông tin bằng cách cung cấp thông tin chi tiết và có liên quan đến từng loại hình doanh nghiệp.

Ba là, cần tăng cường hoạt động hậu kiểm và xử lí hành vi vi phạm làm sai lệch thông tin trong hồ sơ niêm yết. OECD nhấn mạnh rằng khung pháp luật về quản trị công ti nên đảm bảo rằng việc công bố thông tin được thực hiện kịp thời và chính xác về tất cả các vấn đề quan trọng liên quan đến công ti, bao gồm cả việc giám sát và xử lí các hành vi vi phạm trong việc công bố thông tin. Điều này bao gồm việc áp dụng các biện pháp xử lí nghiêm khắc đối với các hành vi làm sai lệch thông tin, nhằm bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư và duy trì sự minh bạch của thị trường.

Thứ ba, nhóm giải pháp bảo vệ cổ đông nhỏ và tăng cường tính toàn vẹn của thị trường chứng khoán. Các giải pháp này tập trung xử lí các vấn đề sau:

Một là, cần thiết lập các giới hạn rõ ràng và hiệu quả đối với hành vi giao dịch nội gián và lạm dụng thông tin chưa công bố. Đây là một trong những nguyên nhân cơ bản gây xói mòn niềm tin thị trường và thiệt hại trực tiếp cho cổ đông nhỏ - những người không có lợi thế thông tin. Khung pháp luật về niêm yết cổ phiếu hiệu quả cần phải quy định rõ các loại hành vi bị cấm, cơ chế kiểm soát và chế tài nghiêm minh nhằm răn đe, bao gồm cả trách nhiệm dân sự và trách nhiệm hình sự. Đồng thời, cần củng cố năng lực phát hiện và điều tra hành vi bất minh thông qua việc kết nối dữ liệu giữa cơ quan giám sát, sàn giao dịch và tổ chức lưu kí, thanh toán, bù trừ. Kinh nghiệm từ các nước OECD cho thấy các hệ thống thị trường

minh bạch đều đặt giao dịch nội gián dưới giám sát pháp lí đặc biệt và xử phạt nghiêm minh để đảm bảo công bằng cho tất cả các nhà đầu tư[37].

Hai là, cần áp dụng cơ chế tư pháp hiệu quả nhằm bảo vệ cổ đông thiểu số trong các tranh chấp liên quan đến hành vi công bố thông tin sai lệch của tổ chức phát hành. Một trong những cơ chế nổi bật là cho phép khởi kiện tập thể (class action) đối với các hành vi cung cấp thông tin gian dối trong hồ sơ niêm yết hoặc sau niêm yết. Cơ chế này giúp cổ đông nhỏ vượt qua rào cản chi phí tố tụng và tạo ra áp lực pháp lí đủ mạnh để nâng cao tính tuân thủ của doanh nghiệp phát hành cổ phiếu. Nghiên cứu của Coffee (2006) chỉ ra rằng khả năng bị kiện tập thể là yếu tố làm giảm đáng kể xu hướng cung cấp thông tin sai lệch trên TTCK Hoa Kỳ[38]. Vì vậy, Việt Nam cần cân nhắc lộ trình áp dụng hình thức khởi kiện đại diện với điều kiện kiểm soát chặt chẽ nhằm bảo vệ nhà đầu tư mà vẫn đảm bảo ổn định thị trường.

Ba là, cần tăng quyền tiếp cận thông tin và năng lực giám sát của cổ đông nhỏ thông qua việc thiết lập các cổng thông tin điện tử chuyên biệt phục vụ cho nghĩa vụ hậu niêm yết. Nhiều thị trường phát triển hiện đã áp dụng mô hình hệ thống thông tin tập trung như EDGAR (Hoa Kỳ) hoặc DART System (Hàn Quốc), nơi mọi tài liệu liên quan đến công bố thông tin, giao dịch nội bộ, thay đổi cổ đông lớn đều được công bố công khai, thuận tiện tra cứu. Việc Việt Nam xây dựng một hệ thống tương tự với giao diện thân thiện, khả năng tra cứu dữ liệu theo từng doanh nghiệp và báo cáo hậu kiểm định kì sẽ giúp cổ đông nhỏ nâng cao năng lực giám sát, đồng thời làm tăng chi phí pháp lí cho hành vi vi phạm, từ đó nâng cao tính toàn vẹn và ổn định của thị trường.

4. Kết luận

Lí thuyết Đại diện và Lí thuyết Thông tin bất cân xứng cung cấp những định hướng quan trọng góp phần giải quyết những thách thức đặt ra trong quá trình hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu. Lí thuyết Đại diện làm rõ mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và ban lãnh đạo, đòi hỏi pháp luật phải thiết lập các cơ chế giám sát chặt chẽ và tăng cường trách nhiệm giải trình nhằm giảm thiểu chi phí đại diện. Trong khi đó, Lí thuyết Thông tin bất cân xứng nhấn mạnh sự chênh lệch, mất cân bằng thông tin giữa công ti niêm yết và nhà đầu tư, từ đó yêu cầu các quy định pháp luật về công bố thông tin phải đảm bảo tính minh bạch, kịp thời và có tính định lượng để giảm thiểu rủi ro lựa chọn ngược và rủi ro đạo đức.

Trong bối cảnh TTCK Việt Nam hiện nay, việc vận dụng hai lí thuyết này là hoàn toàn khả thi và cần thiết nhằm hoàn thiện khung pháp lí về niêm yết cổ phiếu, theo đó pháp luật cần được sửa đổi theo hướng tăng cường các tiêu chuẩn quản trị công ti, nâng cao chất lượng công bố thông tin và xây dựng cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số hiệu quả hơn. Những cải cách này không chỉ giúp giảm thiểu rủi ro thị trường mà còn củng cố niềm tin của nhà đầu tư, góp phần thúc đẩy sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam./.

[37] OECD (2023), tlđd.

[38] Coffee, J. C. (2006), *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1997), "A survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol LII, No. 2, June.
2. Ball, R., & Shivakumar, L. (2008), "Earnings Quality at Initial Public Offerings", *Journal of Accounting and Economics*, Volume 45, Issues 2 - 3, https://doi.org/10.1016/j.jacceco. 2007.12.001
3. Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2009), "The Elusive Quest for Global Governance Standards", *University of Pennsylvania Law Review*, Volume 157, Issue 5.
4. Bebchuk, L.A. & Fried, J.M. (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of ExecutiveCompensation*, Havard University Press, Cambridge.
5. Coffee, J. C. (2006), *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press.
6. 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.
7. Tran Manh Dung; Ha Hong Hanh (2023), "Corporate governance disclosure and annual reports quality: An investigation in Vietnam context", *Cogent Economics & Finance*, ISSN 2332-2039, Taylor & Francis, Abingdon, Vol. 11, Iss. 1, https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2173125
8. Eugene F. Fama & Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June.
9. George A. Akerlof (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, Aug.
10. Hong Qian (2011), "Timing of Seasoned Equity Offerings: A Duration Analysis", *Managerial Finance*, Vol. 40 No. 6.
11. Jill Solomon (2020), *Corporate Governance and Accountability (5th Edition)*, John Wiley & Sons.
12. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006), "What Works in Securities Laws?", *The Journal of Finance*, Volume 61, Issue 1.
13. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1-2.
14. Nguyễn, H. A., Lê, Q. L., & Vũ, T. K. A. (2021), "Ownership structure and earnings management: Empirical evidence from Vietnam", *Cogent Business & Management*, 8, https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1908006
15. Nguyen Thi Thanh Loan, Dang Ngoc Hung, Vu Thi Thuy Van, Hoang Thi Viet Ha (2025), "Stock market reaction to wrongdoing by business leaders: Empirical study in Vietnam", *Asian Economic and Financial Review*, Vol. 15, No. 2, DOI: 10.55493/5002.v15i2.5291
16. Loc Dong Truong, Thai Xuan Le & H. Swint Friday (2022), "The influence of information transparency and disclosure *on the value of listed companies: Evidence* from Vietnam", *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8), https://doi.org/10.3390/jrfm15080345

(Xem tiếp trang 136)

5. Dương Thị Bích Đào (2021), *Tương trợ tư pháp về dân sự của Việt Nam với các quốc gia khác trong ASEAN - Thực trạng và giải pháp,* https://danchuphapluat.vn/tuong-tro-tu-phap-ve-dan-su-cua-viet-nam-voi-cac-quoc-gia-khac-trong-asean-thuc-trang-va-giai-phap
6. Nguyễn Hoà Bình (2023), *Xây dựng toà án điện tử tại Việt Nam trong thời gian qua và những định hướng, giải pháp trong thời gian tới,* https://tapchitoaan.vn/xay-dung-toa-an-dien-tu-tai-viet-nam-trong-thoi-gian-qua-va-nhung-dinh-huong-giai-phap-trong-thoi-gian-toi9273.html
7. Trần Thị Minh Hà, Dương Thị Bích Đào (2023), *Tương trợ tư pháp trong lĩnh vực dân sự - Những bước phát triển và định hướng hoàn thiện,* https://danchuphapluat.vn/tuong-tro-tu-phap-trong-linh-vuc-dan-su-nhung-buoc-phat-trien-va-dinh-huong-hoan-thien
8. Vũ Thị Phương Thảo, Nguyễn Ngọc Kim Cương (2020), *Nâng cao hiệu quả thực hiện tương trợ tư pháp giữa các nước ASEAN*, https://lapphap.vn/Pages/tintuc/tinchitiet.aspx?tintucid=210695
9. Vũ Phương Dung (2023), *Quan hệ đối tác chiến lược ASEAN - Liên minh châu Âu và một số thách thức*, https://www.tapchicongsan.org.vn/web/guest/the-gioi-van-de-su-kien/-/2018/838002/quan-he-doi-tac-chien-luoc-asean---lien-minh-chau-au--va-mot-so-thach-thuc.aspx

VẬN DỤNG LÍ THUYẾT ĐẠI DIỆN VÀ LÍ THUYẾT THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG TRONG HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM

(tiếp theo trang 119)

17. 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.
18. Michael Spence (1973), "Job Market Signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, August.
19. Stephen A. Ross (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 2, May.
20. Stiglitz, J. E. (1975), "The Theory of "Screening", Education, and the Distribution of Income", *The American Economic Review*, 65(3).
21. Đặng Anh Tuấn, Đinh Phạm Duy Long, Nguyễn Nam Anh, Nguyễn Phương Dung, Nguyễn Phương Anh, Lê Thu Trang (2023), *Tác động của công bố thông tin tới rủi ro hệ thống của các công ti niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, https://thitruongtaichinhtiente.vn/tac-dong-cua-cong-bo-thong-tin-toi-rui-ro-he-thong-cua-cac-cong-ty-niem-yet-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-67874.html
22. The World Bank (2023), *Unlocking the Potential of Viet Nam's Capital Markets*, https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022224202031302/pdf/P176855186fbdd0e8180c114c148e02dc6c.pdf

Số 4 - 2026

ISSN 0868 - 3522

Tạp chí Luật Học

Journal of Legal Studies

Số 4
2026



TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

TẠP CHÍ LUẬT HỌC

TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

Tất cả các bài đăng
đều được phản biện độc lập

TẠP CHÍ LUẬT HỌC
ISSN 0868 - 3522
Số 4(311), tháng 4/2026
Năm thứ XXXII

MỤC LỤC

Trang

NGHIÊN CỨU - TRAO ĐỔI

- Nâng cao chất lượng hoạt động của cơ quan dân cử ở địa phương trong bối cảnh xây dựng chính quyền địa phương hai cấp ở Việt Nam hiện nay
  NGUYỄN TUẤN ANH 3
- Ứng dụng trí tuệ nhân tạo trong hoạt động xây dựng pháp luật ở Liên minh châu Âu và kinh nghiệm cho Việt Nam
  TRẦN VŨ HẢI 11
- Chính sách và pháp luật về nhà ở xã hội của một số quốc gia và khuyến nghị cho Việt Nam
  PHAN THỊ LAN HƯƠNG, NGUYỄN MẠNH CƯỜNG 25
- Ảnh hưởng của hành vi làm cha mẹ đến hành vi vi phạm pháp luật của người chưa thành niên
  HOÀNG XUÂN CHÂU, ĐẶNG THANH NGA 42
- Hoàn thiện pháp luật về phát triển xanh của kinh tế tư nhân ở Việt Nam hiện nay
  TRẦN THỊ QUYÊN 57
- Hoàn thiện pháp luật về tín dụng đáp ứng yêu cầu phát triển bền vững ở Việt Nam
  PHAN ĐĂNG HẢI 71
- Pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam qua lăng kính Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới và bối cảnh hội nhập quốc tế
  NGUYỄN PHƯƠNG THẢO 84
- Pháp luật về kiểm soát tiếng ồn – Thực trạng và một số kiến nghị hoàn thiện
  TRẦN LINH HUÂN 99
- Pháp luật về thương mại chất thải nhựa xuyên biên giới trong nền kinh tế tuần hoàn: Kinh nghiệm quốc tế và gợi mở cho Việt Nam
  ĐỖ VIỆT CƯỜNG, NGUYỄN THỊ KIM NGÂN, NGUYỄN THỊ PHƯƠNG THUỲ 114
- Chuyển đổi số trong thương mại quốc tế và sự thích ứng của pháp luật thương mại quốc tế công
  NGUYỄN BÁ BÌNH, PHAN ANH ĐỨC 129

JOURNAL OF LEGAL STUDIES
ISSN 0868 - 3522
No. 4(311), April 2026
Year XXXII

All manuscripts are subjected to a double-blind peer review process

CONTENTS

Pages

RESEARCH - EXCHANGE OF OPINIONS

- Improving the Quality of Elected Officials' Activities at the Local Level in the Context of Building a Two-tier Local Government System in Vietnam Today
  NGUYỄN TUẤN ANH 3
- The Application of Artificial Intelligence in Law-making Activities in the European Union and Implications for Vietnam
  TRẦN VŨ HẢI 11
- The Social Housing Policies and Laws in Some Countries and Some Recommendations for Vietnam
  PHAN THỊ LAN HƯƠNG, NGUYỄN MẠNH CƯỜNG 25
- The Impact of Parenting Behaviours on Delinquency Behaviours Among Juvenile Offenders
  HOÀNG XUÂN CHÂU, ĐẶNG THANH NGA 42
- Improving the Law on Green Development of Private Enterprises in Vietnam Today
  TRẦN THỊ QUYÊN 57
- Improving the Legal Framework on Credit to Meet the Requirements of Sustainable Development in Vietnam
  PHAN ĐĂNG HẢI 71
- The Legal Framework on Stock Listing in Vietnam: Insights from New Institutional Economics and the Context of International Integration
  NGUYỄN PHƯƠNG THẢO 84
- The Laws on Noise Control - Current Situation and Some Recommendations for Improvement
  TRẦN LINH HUÂN 99
- Legal Issues in Transboundary Plastic Waste Trade in a Circular Economy: International Experience and Recommendations for Vietnam
  ĐỖ VIỆT CƯỜNG, NGUYỄN THỊ KIM NGÂN, NGUYỄN THỊ PHƯƠNG THUỲ 114
- Digital Transformation in International Trade and the Adaptation of Public International Trade Law
  NGUYỄN BÁ BÌNH, PHAN ANH ĐỨC 129

PHÁP LUẬT VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU TẠI VIỆT NAM QUA LĂNG KÍNH LÍ THUYẾT KINH TẾ HỌC THỂ CHẾ MỚI VÀ BỐI CẢNH HỘI NHẬP QUỐC TẾ

NGUYỄN PHƯƠNG THẢO *

Tóm tắt: *Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam chú trọng phát triển theo chiều sâu và chịu tác động ngày càng rõ nét của hội nhập quốc tế, việc đánh giá và hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu được coi là yêu cầu cấp thiết cả về lí luận và thực tiễn. Bài viết phân tích pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam qua lăng kính Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới; đánh giá mức độ thể chế hoá các quy định về chi phí giao dịch, quyền sở hữu và cơ chế cưỡng chế thực thi. Từ góc độ bối cảnh hội nhập quốc tế, bài viết phân tích tiến trình nội luật hoá các chuẩn mực quốc tế tại Việt Nam, làm rõ những kết quả đạt được và bất cập còn tồn tại. Trên cơ sở đó, bài viết đề xuất các giải pháp nhằm hoàn thiện khung pháp luật về niêm yết cổ phiếu, góp phần xây dựng thị trường chứng khoán minh bạch, hiệu quả, hội nhập sâu rộng và phát triển bền vững trong bối cảnh toàn cầu hoá.*

Từ khoá: Kinh tế học thể chế mới; thị trường chứng khoán; pháp luật, niêm yết; cổ phiếu

Nhận bài: 11/9/2025 Hoàn thành biên tập: 30/4/2026 Duyệt đăng: 30/4/2026

THE LEGAL FRAMEWORK ON STOCK LISTING IN VIETNAM: INSIGHTS FROM NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS AND THE CONTEXT OF INTERNATIONAL INTEGRATION

Abstract: *As Vietnam's stock market increasingly move toward qualitative development and is subjected to growing impacts from international integration, assessing and improving the legal framework governing stock listing have become an urgent requirement from both theoretical and practical perspectives. This article analyses the legal framework on stock listing in Vietnam through the lens of new institutional economics, assessing the degree of institutionalisation of regulations concerning transaction costs, property rights, and enforcement mechanisms. From the perspective of international integration, the article examines the process of domestic incorporation of international standards in Vietnam, clarifying both the achieved results and the remaining shortcomings. On this basis, the article proposes policy recommendations aimed at improving the legal framework on stock listing, thereby contributing to the development of a transparent, efficient, deeply integrated, and sustainable stock market in the context of globalisation.*

Keywords: New institutional economics; securites market; law; listing; shares

Received: 11 September 2025; Editing completed: 30 April 2026; Accepted for publication: 30 April 2026

1. Đặt vấn đề

Trong cấu trúc vận hành của thị trường chứng khoán (TTCK) hiện đại, pháp luật về niêm yết cổ phiếu (NYCP) giữ vai trò trung tâm trong việc điều tiết chất lượng hàng hoá trên thị trường, bảo đảm trật tự giao dịch và bảo vệ nhà đầu tư[1]. Thông qua cơ chế niêm yết, doanh nghiệp chịu sự ràng buộc bởi các yêu cầu về minh bạch thông tin, quản trị

*** Thạc sĩ, Học viện Ngân hàng**
E-mail: thaonp.kl@hvnh.edu.vn

[1] IOSCO (2017), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, tr. 3, 5, 8, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf, truy cập 15/7/2025.

công ti và nghĩa vụ giải trình, qua đó tạo lập niềm tin thị trường và nâng cao khả năng huy động vốn trung, dài hạn. Tuy nhiên, thực tiễn tại Việt Nam cho thấy pháp luật về NYCP vẫn bộc lộ những hạn chế nhất định cả trong thiết kế quy phạm lẫn hiệu quả thực thi[2].

Trong nghiên cứu pháp luật về NYCP, việc tiếp cận đồng thời từ Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới và bối cảnh hội nhập quốc tế có ý nghĩa bổ trợ lẫn nhau, mang đến khả năng lí giải đồng thời các yếu tố thể chế nội sinh và tác động của yếu tố hội nhập quốc tế. Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới cho phép phân tích chất lượng thiết kế quy phạm pháp luật, chi phí tuân thủ và hiệu quả thực thi của các quy định về NYCP trong điều kiện thể chế cụ thể. Trong khi đó, bối cảnh hội nhập quốc tế đặt ra những yêu cầu khách quan về việc tiếp cận các chuẩn mực và thông lệ chung của thị trường vốn, qua đó tạo sức ép cải cách đối với pháp luật trong nước. Sự kết hợp hai góc độ tiếp cận này giúp đánh giá pháp luật về NYCP tại Việt Nam không chỉ trên phương diện nội dung quy phạm pháp luật mà còn ở mức độ vận hành thực tế và khả năng thích ứng với bối cảnh phát triển của TTCK.

Bài viết vận dụng Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới kết hợp với bối cảnh hội nhập quốc tế để phân tích thực trạng pháp luật về NYCP tại Việt Nam, từ đó đề xuất các định hướng hoàn thiện phù hợp với yêu cầu phát triển của TTCK Việt Nam trong giai đoạn hiện nay. Tác giả sử dụng tổng hợp các phương pháp nghiên cứu phổ biến trong khoa học pháp lí, bao gồm phương pháp phân tích-bình luận pháp luật, phương pháp so sánh pháp luật có chọn lọc, kết hợp với phương pháp phân tích chính sách dựa trên tiếp cận của Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới. Bên cạnh đó, các dữ liệu từ thực tiễn áp dụng pháp luật và các chuẩn mực, thông lệ quốc tế được sử dụng nhằm tăng cường tính khách quan và chiều sâu cho các nhận định và kiến nghị của bài viết.

2. Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới và bối cảnh hội nhập quốc tế: Cơ sở phân tích pháp luật về niêm yết cổ phiếu

2.1. Ảnh hưởng của các yếu tố thể chế nội sinh đến pháp luật về niêm yết cổ phiếu từ cách tiếp cận của Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới

Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới (New Institutional Economics - NIE) ra đời vào cuối thế kỉ XX, đặt nền tảng cho việc phân tích vai trò của thể chế trong sự phát triển kinh tế, đặc biệt là ở các quốc gia đang phát triển. NIE được khởi xướng bởi công trình kinh điển của Ronald Coase về bản chất của doanh nghiệp, trong đó nhấn mạnh vai trò của chi phí giao dịch trong việc hình thành các cấu trúc tổ chức và cơ chế phối hợp kinh tế[3], sau đó được hệ thống hoá và phát triển sâu sắc hơn bởi Douglass C. North. North cho rằng *"các quy định pháp luật và chuẩn mực xã hội chính là những ràng buộc mà con người đặt ra để giảm thiểu sự bất định, tạo lập lòng tin và thúc đẩy các hoạt động trao đổi kinh tế"*[4]. Trọng tâm của NIE là

[2] The World Bank (2023), *Unlocking the Potential of Viet Nam's Capital Markets,* tr. 28, 61, https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022224202031302/pdf/P176855186fbdd0e8180c114c148e02dc6c.pdf, truy cập 03/8/2025.

[3] R. H. Coase (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, tr. 390 - 392, https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x, truy cập 13/7/2025.

[4] North, D. C. (1990), *Institutions, Institutional Change*

phân tích cách thức các thể chế tác động đến chi phí giao dịch, động cơ tuân thủ và hiệu suất kinh tế trong dài hạn. Từ góc độ này, các quy định pháp luật không chỉ là công cụ quản lí mang tính mệnh lệnh mà còn là một bộ phận cấu thành "luật chơi" của thị trường, có vai trò định hình hành vi của các chủ thể và ảnh hưởng trực tiếp đến mức độ hiệu quả vận hành của thị trường[5].

Nội dung cốt lõi của NIE xoay quanh ba khái niệm chính: chi phí giao dịch, quyền sở hữu và cơ chế cưỡng chế thực thi.

- Chi phí giao dịch (transaction costs) được định nghĩa là những chi phí phát sinh trong quá trình tìm kiếm thông tin, đàm phán, kí kết và thực thi hợp đồng[6]. Chi phí này phản ánh tính phức tạp và tính không chắc chắn của các giao dịch kinh tế được xem là yếu tố quyết định khiến các chủ thể lựa chọn các hình thức tổ chức và các quy định pháp lí khác nhau để giảm thiểu rủi ro và tối ưu hoá lợi ích.

- Quyền sở hữu (property rights) là quyền kiểm soát, sử dụng và định đoạt đối với tài sản. Theo Demsetz, "việc thiết lập quyền sở hữu rõ ràng giúp khuyến khích đầu tư và sử dụng hiệu quả các nguồn lực kinh tế"[7].

- Cơ chế cưỡng chế thực thi (enforcement mechanisms) đề cập hệ thống các cơ quan thực thi pháp luật, toà án và các thiết chế bảo đảm việc tuân thủ pháp luật và hợp đồng[8]. Đây là yếu tố then chốt quyết định tính hiệu lực, hiệu quả của hệ thống pháp luật và là nền tảng pháp lí vững chắc để tạo lập và duy trì lòng tin thị trường của các chủ thể có liên quan.

Trong NIE, ba yếu tố này có mối quan hệ gắn bó chặt chẽ và tác động qua lại lẫn nhau. Việc xác lập rõ ràng quyền sở hữu tạo tiền đề để các chủ thể xác định phạm vi lợi ích và trách nhiệm pháp lí, qua đó làm giảm chi phí giao dịch trong quá trình trao đổi và đầu tư. Tuy nhiên, quyền sở hữu chỉ thực sự phát huy hiệu quả khi được bảo đảm bởi các cơ chế cưỡng chế thực thi đủ mạnh và đáng tin cậy, bảo đảm các cam kết và nghĩa vụ được tôn trọng trên thực tế. Ngược lại, chi phí giao dịch cao thường phản ánh những bất cập trong thiết kế quyền sở hữu hoặc sự kém hiệu quả của cơ chế thực thi pháp luật. Do đó, NIE nhấn mạnh rằng hiệu suất kinh tế phụ thuộc không chỉ vào việc thiết lập các quy tắc pháp lí phù hợp mà còn vào năng lực thực thi các quy tắc đó trong thực tiễn[9].

Việc tiếp cận và vận dụng ba khái niệm cốt lõi nêu trên của NIE vào lĩnh vực pháp luật về NYCP sẽ cho thấy mối quan hệ mật thiết giữa chất lượng thể chế và tính hiệu quả của khung pháp lí, là cơ sở quan trọng để tiếp cận việc phân tích pháp luật về NYCP ở Việt Nam một cách toàn diện và có chiều sâu. Những yếu tố thể chế nội sinh này không chỉ định hình quá trình xây dựng các quy định pháp luật mà còn ảnh hưởng sâu sắc đến cơ chế vận hành và mức độ thực thi các quy định đó trên thực tế.

Ở mức độ khái quát, những khái niệm

---

and Economic Performance, Cambridge University Press, https://epistemh.pbworks.com/f/8.%20Institutions__Institutional_Change_and_Economic_Performance.pdf, truy cập 12/8/2025.

5 North, D. C, tlđd.

6 R. H. Coase, tlđd, tr. 390 - 392.

7 Demsetz, H. (1967), "Toward a Theory of Property Rights", *The American Economic Review*, 57(2), tr. 347 - 349, 356, , https://www.shastriinstitute.org/sites/default/files/Demsetz_Property_Rights.pdf, truy cập 13/7/2025.

8 North, D. C, tlđd.

9 North, D. C, tlđd.

cốt lõi nêu trên của NIE mang đến một cách tiếp cận hoàn toàn mới đối với pháp luật về NYCP, cụ thể:

Thứ nhất, xét từ góc độ chi phí giao dịch, các quy định pháp luật về NYCP hiện nay vẫn còn phức tạp, chồng chéo và thường xuyên thay đổi. Điều này làm gia tăng chi phí tuân thủ của doanh nghiệp, dẫn đến tâm lí ngại niêm yết hoặc niêm yết đối phó, làm giảm tính minh bạch của thị trường. Doanh nghiệp có thể mất nhiều thời gian, công sức và chi phí để chuẩn bị hồ sơ, hoàn thiện quy trình công bố thông tin, từ đó hạn chế hiệu quả của các quy định pháp luật nhằm khuyến khích niêm yết.

Thứ hai, quyền sở hữu là yếu tố có ý nghĩa đặc biệt quan trọng trong quá trình NYCP vì khi doanh nghiệp NYCP trên TTCK, thông tin về quyền sở hữu cổ phiếu sẽ được chia sẻ công khai. Nếu pháp luật không quy định rõ ràng và đầy đủ về quyền sở hữu, đặc biệt là trong các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hoá, sẽ dẫn đến xung đột lợi ích giữa các cổ đông lớn, làm giảm lòng tin của nhà đầu tư. Ở Việt Nam, vấn đề này vẫn chưa được giải quyết một cách triệt để và thoả đáng, nhất là trong bối cảnh các quy định pháp luật còn thiếu tính thống nhất và hiệu lực thực thi chưa cao.

Thứ ba, cơ chế cưỡng chế thực thi đóng vai trò trung tâm trong việc bảo đảm hiệu quả thực thi pháp luật về NYCP. Một khung pháp lí tốt nhưng thiếu cơ chế cưỡng chế hữu hiệu sẽ không đủ sức răn đe và không bảo vệ được quyền lợi của các bên liên quan. Ở Việt Nam hiện nay, việc thực thi các quy định pháp luật về NYCP còn gặp nhiều hạn chế do năng lực của các cơ quan giám sát chưa đảm bảo, thiếu tính độc lập, trong khi sự phối hợp giữa các cơ quan liên quan chưa thực sự chặt chẽ, gây rủi ro cho nhà đầu tư và làm suy giảm niềm tin thị trường.

2.2. Ảnh hưởng của bối cảnh hội nhập quốc tế đến pháp luật về niêm yết cổ phiếu

Pháp luật về NYCP ở mỗi quốc gia không chỉ chịu sự tác động trực tiếp của các yếu tố nội sinh mà còn bị tác động bởi các yếu tố ngoại sinh (yếu tố hội nhập quốc tế) với trọng tâm là các chuẩn mực pháp lí quốc tế, thể hiện tập trung ở các nguyên tắc, cam kết quốc tế và các chuẩn mực tài chính quốc tế đã được thừa nhận bởi các quốc gia thành viên.

Một cách khái quát, có thể nhận thấy những ảnh hưởng của yếu tố hội nhập quốc tế đối với pháp luật về NYCP được thể hiện trên những khía cạnh cụ thể sau đây:

Thứ nhất, ảnh hưởng của các nguyên tắc của Tổ chức quốc tế các uỷ ban chứng khoán (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) đối với pháp luật về NYCP.

Điều này thể hiện ở các nguyên tắc điều tiết TTCK do IOSCO ban hành có vai trò then chốt trong việc thiết lập chuẩn mực toàn cầu và cải cách pháp luật về chứng khoán tại các quốc gia, đặc biệt là những nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Được công nhận rộng rãi từ năm 1983, IOSCO đến nay đã tập hợp hơn 130 quốc gia thành viên, quản lí tới hơn 95% quy mô TTCK trên thế giới, trở thành một thiết chế toàn cầu trong việc xây dựng các nguyên tắc quản lí và giám sát TTCK[10]. Các nguyên tắc của IOSCO tập trung vào ba mục tiêu chính: bảo vệ nhà đầu tư; bảo đảm thị trường công bằng, minh bạch và giảm

[10] International Organization of Securities Commissions, *About IOSCO*, https://www.iosco.org/about/, truy cập 09/6/2025.

thiểu rủi ro hệ thống. Những nguyên tắc này không chỉ định hình cách thức xây dựng, vận hành, giám sát TTCK mà còn đặt ra đòi hỏi pháp luật về NYCP phải được thiết kế phù hợp để tạo lập lòng tin với nhà đầu tư quốc tế[11].

Một mặt, IOSCO yêu cầu chuẩn hoá nghĩa vụ công bố thông tin của doanh nghiệp niêm yết, bao gồm các thông tin tài chính, giao dịch nội bộ, tỉ lệ sở hữu của cổ đông lớn và những thay đổi quan trọng phải được công bố kịp thời, chính xác, đầy đủ[12]. Điều này tác động mạnh mẽ đến các quốc gia khi xây dựng pháp luật về NYCP, đòi hỏi phải quy định chi tiết về phạm vi, thời điểm, trách nhiệm công bố thông tin... bởi sự minh bạch này là nền tảng để cắt giảm chi phí thông tin, hạn chế gian lận, bảo vệ cổ đông nhỏ và duy trì niềm tin thị trường.

Mặt khác, các nguyên tắc IOSCO yêu cầu các quốc gia phải bảo đảm cơ quan quản lí TTCK có đủ năng lực thực thi độc lập và hiệu quả thông qua quyền thanh tra, điều tra, xử phạt và năng lực giám sát chặt chẽ thị trường[13]. Nguyên tắc này tác động trực tiếp đến pháp luật về NYCP của các quốc gia khi buộc quốc gia thành viên phải luật hoá cơ chế bảo đảm cơ quan quản lí chứng khoán có quyền hành động kịp thời trước các dấu hiệu vi phạm, đồng thời khuyến nghị các nước phải có quy định chi tiết về phối hợp giữa cơ quan quản lí chứng khoán với các cơ quan tố tụng hình sự và quản lí tài chính khác để tạo hệ thống giám sát tổng thể[14].

Ngoài ra, IOSCO cũng nhấn mạnh nghĩa vụ hợp tác quốc tế, yêu cầu quốc gia thành viên kí và tuân thủ Biên bản ghi nhớ đa phương (MMoU) để chia sẻ thông tin, điều tra vi phạm xuyên biên giới[15]. Điều này tác động mạnh mẽ đến pháp luật về NYCP bởi quốc gia buộc phải luật hoá nghĩa vụ phối hợp, cho phép cơ quan quản lí thị trường trong nước thu thập, trao đổi dữ liệu giao dịch, danh tính cổ đông, thông tin tài chính với cơ quan quản lí chứng khoán nước ngoài.

Thứ hai, ảnh hưởng của các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới (EVFTA và CPTPP) đối với pháp luật về NYCP. Điều này thể hiện ở các nội dung sau:

Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam - EU (EVFTA) là thoả thuận toàn diện giữa Việt Nam và 27 quốc gia EU, không chỉ xoá bỏ 99% thuế quan và tăng cường tự do thương mại mà còn đòi hỏi cải cách thể chế sâu rộng trong các lĩnh vực tài chính và doanh nghiệp để bảo vệ nhà đầu tư và thúc đẩy tính minh bạch pháp lí[16], bao gồm việc công khai quy trình cấp phép, tăng cường giám sát các tổ chức chứng khoán và thiết lập hệ thống giải quyết khiếu nại hiệu quả để bảo đảm quyền lợi cho nhà đầu tư, nhất là từ châu Âu[17]. Chính những yêu cầu này đã tạo

[11] IOSCO (2017), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf, truy cập 20/6/2025.
[12] IOSCO (2017), tlđd.
[13] IOSCO (2017), tlđd.
[14] IOSCO (2017), tlđd.
[15] IOSCO (2022), *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (MMoU)*, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf, truy cập 20/6/2025.
[16] European Commission (2020), *EU - Vietnam Free Trade Agreement*, https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/en/content/eu-vietnam-free-trade-agreement, truy cập 15/4/2025.
[17] Vu Nguyen Hanh (2025), *EU-Vietnam Free Trade Agreement: Key Provisions and Implications for FDI, Vietnam Briefing*, https://www.vietnam-briefing.com/news/eu-vietnam-free-trade-agreement-key-

ra áp lực mạnh mẽ để Việt Nam áp dụng các chuẩn mực niêm yết và công bố thông tin phù hợp với thông lệ quốc tế.

Hiệp định Đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) là một hiệp định thương mại tự do đa phương thế hệ mới giữa 11 nền kinh tế thuộc khu vực châu Á - Thái Bình Dương, đặt ra yêu cầu chặt chẽ về minh bạch pháp lí trong lĩnh vực đầu tư và doanh nghiệp, đặc biệt liên quan đến các nguyên tắc đối xử quốc gia, đối xử ưu đãi nhất và cơ chế giải quyết tranh chấp ISDS[18,19]. Tham gia những cam kết này cũng đồng nghĩa Việt Nam phải áp dụng quy trình cấp phép đầu tư và niêm yết minh bạch, áp dụng báo cáo tài chính theo chuẩn quốc tế và đảm bảo quyền khiếu nại cho nhà đầu tư nước ngoài trong trường hợp có vi phạm.

Với các điều khoản tiên tiến về thương mại dịch vụ tài chính, EVFTA và CPTPP tạo ra những tác động lớn đến quy định pháp luật về NYCP của các quốc gia thành viên như Việt Nam, buộc quốc gia phải đáp ứng nếu muốn tận dụng lợi ích từ các FTA này. EVFTA quy định doanh nghiệp phải công khai chi tiết cơ cấu sở hữu, giao dịch của cổ đông lớn và lợi ích liên quan để bảo đảm nhà đầu tư nhỏ lẻ và nhà đầu tư nước ngoài có đủ thông tin ra quyết định, buộc pháp luật quốc gia phải điều chỉnh các điều khoản về công bố thông tin niêm yết theo chuẩn quản trị quốc tế[20]. Trong khi đó, CPTPP - với điều khoản minh bạch hoá TTCK, yêu cầu luật hoá trách nhiệm pháp lí rõ ràng đối với hành vi công bố sai lệch hoặc che giấu thông tin, đồng thời buộc áp dụng cơ chế chế tài đủ mạnh để răn đe vi phạm[21].

Cùng với đó, EVFTA và CPTPP còn tạo áp lực nâng cao năng lực thực thi cho hệ thống pháp luật về NYCP tại Việt Nam. Báo cáo của Nghị viện châu Âu khẳng định EVFTA buộc Việt Nam phải hoàn thiện hệ thống thể chế và tăng cường năng lực cơ quan quản lí nhằm bảo đảm quyền lợi nhà đầu tư EU, nhất là trong các lĩnh vực tài chính và chứng khoán[22]. Đối với CPTPP, cơ chế ISDS được thiết lập như một công cụ bảo vệ nhà đầu tư quốc tế, qua đó bắt buộc

provisions-and-implications-for-fdi.html/, truy cập 02/6/2025.

[18] ISDS (Investor - State Dispute Settlement) là cơ chế giải quyết tranh chấp giữa nhà đầu tư nước ngoài và quốc gia tiếp nhận đầu tư, được quy định trong nhiều hiệp định thương mại tự do (FTA) và hiệp định đầu tư song phương (BIT). Cơ chế này cho phép nhà đầu tư nước ngoài khởi kiện trực tiếp quốc gia tiếp nhận đầu tư (thường là nơi đầu tư gặp khó khăn hoặc tranh chấp pháp lí) ra một toà án trọng tài quốc tế độc lập, thay vì phải dựa vào hệ thống tư pháp nội địa của quốc gia đó.

[19] Australian Department of Foreign Affairs and Trade (DFAT), *Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership (CPTPP)*, https://www.dfat.gov.au/trade/agreements/in-force/cptpp/comprehensive-and-progressive-agreement-for-trans-pacific-partnership, truy cập 15/4/2025.

[20] European Commission (2020), *EU - Vietnam Free Trade Agreement, Chapter on Investment and Financial Services*, https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/en/content/eu-vietnam-free-trade-agreement, truy cập 15/4/2025.

[21] CPTPP (2018), *Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, Chapter 17: Financial Services*, https://www.mfat.govt.nz/assets/Trans-Pacific-Partnership/Comprehensive-and-Progressive-Agreement-for-Trans-Pacific-Partnership-CPTPP-English.pdf, truy cập 15/4/2025.

[22] European Parliament (2020), *EU-Vietnam Free Trade Agreement: A comprehensive overview*, tr. 6, https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/652050/EXPO_BRI(2020)652050_EN.pdf, truy cập 15/4/2025.

các quốc gia thành viên phải điều chỉnh khung pháp luật đầu tư và thị trường tài chính, bao gồm cả NYCP, để tránh tranh chấp phát sinh từ hoạt động huy động vốn hoặc giao dịch chứng khoán thiếu minh bạch[23].

Thứ ba, ảnh hưởng của Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS) do Hội đồng Chuẩn mực kế toán quốc tế (IASB) ban hành đối với pháp luật về NYCP. Điều này thể hiện ở việc chuẩn hoá báo cáo tài chính theo chuẩn mực chung là yếu tố quan trọng góp phần giải quyết vấn đề bất cân xứng thông tin và là chìa khoá để nâng cao tính minh bạch và tính cạnh tranh của TTCK trên cơ sở mục tiêu *"thúc đẩy tính minh bạch, trách nhiệm giải trình và hiệu quả của thị trường vốn toàn cầu"*[24]. Hàng loạt nghiên cứu chuyên sâu đã khẳng định IFRS mang lại cải thiện đáng kể tính minh bạch và chất lượng báo cáo tài chính, đặc biệt giúp giảm thiểu hoạt động quản trị số liệu và cải thiện khả năng dự báo rủi ro[25]. Điều này góp phần thúc đẩy hoàn thiện hệ thống pháp luật về chứng khoán và NYCP, làm cho môi trường pháp lí trở nên phù hợp hơn với các chuẩn mực quốc tế và thông lệ quản trị tiên tiến trên toàn cầu.

Ngoài ra, việc áp dụng IFRS còn có tác động lớn đến khả năng hội nhập quốc tế của các doanh nghiệp. Các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng, việc sử dụng IFRS đã giúp giảm đáng kể chi phí thông tin cho nhà đầu tư quốc tế, từ đó tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài[26]. Đây là yếu tố then chốt, bởi trong môi trường đầu tư toàn cầu hoá hiện nay, các tổ chức tài chính nước ngoài luôn đòi hỏi sự minh bạch và khả năng so sánh rõ ràng giữa các lựa chọn đầu tư ở nhiều quốc gia khác nhau và IFRS chính là công cụ hiệu quả đáp ứng nhu cầu này[27].

3. Thực trạng pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam từ góc nhìn của lí thuyết kinh tế học thể chế mới và bối cảnh hội nhập quốc tế

Việc đánh giá thực trạng pháp luật về NYCP trong bài viết được thực hiện trên cơ sở kết hợp hai góc tiếp cận có tính bổ trợ. Nếu NIE tập trung đánh giá chất lượng thiết kế thể chế và hiệu quả thực thi pháp luật từ các yếu tố nội sinh thì bối cảnh hội nhập quốc tế cung cấp một hệ quy chiếu để xem xét mức độ tương thích của pháp luật Việt Nam với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Sự kết hợp này cho phép đánh giá pháp luật về NYCP vừa từ yêu cầu hoàn thiện thể chế trong nước, vừa từ yêu cầu thích ứng với tiến trình hội nhập quốc tế.

[23] United Nations Conference on Trade and Development - UNCTAD (2018), *Key Issues in International Investment Agreements: ISDS under CPTPP*, tr. 12 - 14, https://unctad.org/system/files/official-document/diaepcb2018d3_en.pdf, truy cập 15/4/2025.

[24] IFRS Foundation, *Who we are,* https://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/, truy cập 09/6/2025.

[25] Akarsh Kainth & Ranik Raaen Wahlstrøm (2021), "Do IFRS Promote Transparency? Evidence from the Bankruptcy Prediction of Privately Held Swedish and Norwegian Companies", *Journal of Risk Financial Management,* MDPI, 14(3), 123, https://doi.org/10.3390/jrfm14030123, truy cập 17/7/2025.

[26] Ibrahim El-Sayed Ebaid (2024), "Does the implementation of IFRS improve transparency regarding the company's financial conditions?: Evidence from an emerging market", *PSU Research Review,* Vol. 8 No. 2, tr. 498 - 500, DOI 10.1108/PRR-11-2021-0063.

[27] Akarsh Kainth & Ranik Raaen Wahlstrøm (2021), tlđd.

3.1. Thực trạng pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam từ góc nhìn của Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới

Một trong những điểm nổi bật của khung pháp luật về NYCP tại Việt Nam hiện nay là xu hướng thể chế hoá quy trình niêm yết, công bố thông tin và quản trị doanh nghiệp theo các chuẩn mực quốc tế. Luật Chứng khoán năm 2019 và các văn bản hướng dẫn thi hành Luật này đã bổ sung đáng kể các quy định mới về minh bạch thông tin[28], từ đó giúp giảm chi phí giao dịch, nâng cao hiệu quả giám sát và bảo vệ nhà đầu tư, đúng với tinh thần của NIE vốn nhấn mạnh rằng thể chế pháp lí rõ ràng, dễ đoán định là yếu tố quyết định để thúc đẩy thị trường vận hành hiệu quả, gia tăng độ tin cậy và khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư trên thị trường[29]. Kết quả này đồng thời phản ánh tác động của yếu tố hội nhập quốc tế, khi pháp luật Việt Nam ngày càng tiếp cận các chuẩn mực về minh bạch, công bố thông tin và bảo vệ nhà đầu tư. Tuy nhiên, các chuẩn mực này chỉ thực sự góp phần giảm chi phí giao dịch khi được cụ thể hóa thành quy định rõ ràng, ổn định và khả thi.

Thực tế cho thấy trước khi Luật Chứng khoán năm 2019 được ban hành, tình trạng nhiều doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam chưa công bố đầy đủ và rõ ràng các thông tin liên quan đến giao dịch giữa công ti và các cổ đông lớn diễn ra khá phổ biến, gây ra các vấn đề xung đột lợi ích nghiêm trọng và tiềm ẩn nguy cơ tham nhũng thể chế. Nhiều doanh nghiệp lớn bị phát hiện chậm hoặc thiếu minh bạch trong việc công bố các giao dịch nội bộ, gây thiệt hại đáng kể cho các cổ đông nhỏ và làm mất niềm tin của thị trường. Nhằm khắc phục tình trạng này, Luật Chứng khoán năm 2019 đã quy định rõ ràng hơn và mở rộng trách nhiệm trong công bố thông tin, không chỉ với doanh nghiệp niêm yết mà còn với các bên liên quan, buộc doanh nghiệp phải chịu trách nhiệm cao hơn với mức xử phạt được tăng lên nhằm đảm bảo rằng thông tin được cung cấp là kịp thời, minh bạch và chính xác hơn trước đây[30].

Tuy nhiên, phân tích từ góc độ quyền sở hữu trong NIE cho thấy, dù Luật Chứng khoán năm 2019 có sự mở cửa đáng kể trong việc cho phép các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài tham gia thị trường dễ dàng hơn nhưng việc thực thi quyền của cổ đông nhỏ vẫn còn hạn chế. Theo phân tích của Glass Lewis, các giao dịch với cổ đông liên quan vẫn chưa được kiểm soát nghiêm ngặt, thiếu cơ chế giám sát hiệu quả từ bên ngoài, tài sản của cổ đông nhỏ dễ bị ảnh hưởng nếu các giao dịch bên trong không minh bạch hoặc bất lợi[31].

Thực tế này phản ánh một điểm yếu phổ biến trong thiết chế quyền sở hữu: quyền bỏ phiếu và giám sát vốn được bảo đảm trên giấy nhưng thiếu thực chất trong quá trình thực hiện.

Các vụ việc điển hình như vi phạm công bố thông tin của Công ti cổ phần Dược H.

[28] Arendse Huld (2025), *Vietnam's amended securities law: Key takeaways for foreign investors, Vietnam Briefing*, https://www.vietnam-briefing.com/news/vietnam-amended-securities-law-key-takeaways-foreign-investors.html, truy cập 20/3/2025.

[29] North, D. C, tlđd.

[30] Arendse Huld, tlđd.

[31] Glass Lewis (2022), *Vietnam Benchmark Policy Guidelines*, https://resources.glasslewis.com/hubfs/2022%20Guidelines/2022%20Vietnam%20Benchmark%20Policy%20Guidelines.pdf, truy cập 22/3/2025.

G[32]. hay Tập đoàn F. cho thấy cơ chế phát hiện, giám sát hành vi sai phạm liên quan đến giao dịch nội bộ, sở hữu chéo ở Việt Nam vẫn còn yếu kém. Theo OECD (2018), rủi ro sở hữu chéo và tập trung quyền lực tại Việt Nam đã và đang làm suy yếu lòng tin của nhà đầu tư nhỏ lẻ, khiến họ dễ bị thiệt hại do không thể tiếp cận được thông tin một cách minh bạch[33].

Về mặt cơ chế thực thi, Luật Chứng khoán năm 2019 và các văn bản hướng dẫn đã có sự mở rộng quyền lực cho Uỷ ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) và các sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) trong hoạt động thanh tra và xử lí vi phạm. Tuy nhiên, cơ chế phối hợp liên ngành giữa UBCKNN với các cơ quan khác như Thanh tra Chính phủ, Bộ Công an vẫn chưa được hoàn thiện, dẫn tới việc xử lí các vụ việc còn chậm trễ, thiếu hiệu quả, một số biện pháp xử phạt còn thiếu tính răn đe và việc xử phạt chưa đủ mạnh để ngăn chặn tình trạng "niêm yết đối phó"[34]. Tiêu biểu, việc điều tra và xử lí vụ án thao túng giá cổ phiếu liên quan đến Tập đoàn F. phải mất nhiều tháng mới hoàn tất, trong khi nhà đầu tư nhỏ lẻ phải chịu thiệt hại nghiêm trọng do biến động bất thường của giá cổ phiếu. Điều này phần nào cho thấy sự không đồng bộ giữa quy định pháp luật và năng lực thực thi, dẫn đến hiệu quả thực thi thể chế còn hạn chế. Những hạn chế đó không chỉ phản ánh điểm yếu của cơ chế thực thi theo cách tiếp cận NIE mà còn làm giảm khả năng đáp ứng các yêu cầu quốc tế về giám sát hiệu quả, bảo đảm tính công bằng và toàn vẹn của thị trường.

Đánh giá một cách khách quan, so với khuôn khổ NIE, khung pháp luật về NYCP của Việt Nam đã có sự tiến bộ đáng kể dưới góc độ thể chế hoá quy trình công khai và giám sát. Tuy nhiên, các quy định về minh bạch quyền sở hữu vẫn chưa thực sự rõ nét trong thực tế và cơ chế cưỡng chế cũng chưa đủ mạnh. Do đó, để nâng cao chất lượng thể chế, Việt Nam cần tiếp tục cải thiện khả năng thực thi, tăng tính minh bạch trong giao dịch liên quan và bảo đảm cổ đông nhỏ được bảo vệ một cách thường xuyên và thực chất hơn.

3.2. Thực trạng pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam từ yêu cầu hội nhập quốc tế và các yếu tố ngoại sinh khác

Trong bối cảnh toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, việc xây dựng và hoàn thiện pháp luật về NYCP tại Việt Nam không chỉ dựa trên nhu cầu phát triển nội tại của TTCK mà còn phải thích ứng với các chuẩn mực và cam kết quốc tế ngày càng phức tạp. Các yếu tố ngoại sinh này đã và đang đặt ra yêu cầu cải cách toàn diện hệ thống pháp luật về NYCP tại Việt Nam. Thực tế cho thấy, việc Việt Nam chủ động tiếp cận và vận dụng các chuẩn mực này đã góp phần đáng kể vào việc nâng cao tính minh bạch, chuẩn hoá báo cáo tài chính và cải thiện khả

[32] Vietnam Economic Times (2018), *Minority shareholders voice concern over DHG Pharma transparency*, https://vneconomictimes.com/article/business/minority-shareholders-voice-concern-over-dhg-pharma-transparency, truy cập 10/6/2025.

[33] OECD (2018), *OECD Investment Policy Reviews: Viet Nam*, tr. 15, 111, 64, https://aanzfta.asean.org/uploads/2018/12/OECD-Investment-Policy-Review-Viet-Nam-2018.pdf, truy cập 10/6/2025.

[34] YKVN (2025), *New securities law: Balancing policy objectives with a greater focus on risk management*, Lexology, https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=381ed34e-bc85-4a0b-9cf0-423e472aa6c6, truy cập 20/3/2025.

năng bảo vệ nhà đầu tư trên thị trường. Tuy nhiên, bên cạnh những ưu điểm đó vẫn tồn tại không ít thách thức trong việc thực thi các cam kết, đặc biệt là ở khâu áp dụng thống nhất và nâng cao năng lực giám sát, khiến cho hiệu quả thực chất của các quy định pháp luật về NYCP chưa được phát huy tối đa.

Tiếp cận từ góc độ yêu cầu hội nhập quốc tế, có thể thấy rằng thực trạng pháp luật về NYCP ở Việt Nam hiện nay được thể hiện trên một số khía cạnh chủ yếu sau đây:

Thứ nhất, quá trình nội luật hoá các nguyên tắc của IOSCO trong pháp luật về NYCP ở Việt Nam chưa thực sự đồng bộ. Trong nhiều năm trở lại đây, Việt Nam đã chủ động và thiện chí từng bước nâng cấp sự tương thích giữa khung pháp luật quốc gia về chứng khoán với các nguyên tắc và chuẩn mực của IOSCO thông qua việc kí kết và thực thi MMoU cùng IOSCO từ năm 2007 (UBCKNN của Việt Nam là một trong những cơ quan đầu tiên kí kết) và mới đây đã kí kết thêm Supervisory MMoU theo APRC vào tháng 10/2022[35]. Điều này đánh dấu cam kết thực thi giám sát xuyên biên giới, bao gồm cả quyền yêu cầu hồ sơ kiểm toán, trưng cầu nhân chứng, phong toả chứng khoán và truy cập dữ liệu viễn thông - tạo thêm mức độ kiểm soát đối với các vi phạm như thao túng và gian lận. Tuy nhiên, thực tiễn thi hành cho thấy: nhiều quy định kĩ thuật chưa đi kèm chế độ đánh giá độc lập, cơ chế giám sát định kì trong khâu hậu kiểm báo cáo công ti niêm yết chưa thực sự chặt chẽ[36]. Ngoài ra, một số quy định của IOSCO về quyền điều tra độc lập, khả năng áp dụng biện pháp cưỡng chế đối với vi phạm thông tin xuyên biên giới chưa được luật hoá đầy đủ; cùng với đó là cơ chế phối hợp giữa UBCKNN và các cơ quan điều tra trong nước chưa rõ ràng, pháp luật hiện hành chưa có quy định chi tiết về quy trình chia sẻ dữ liệu giao dịch với cơ quan quản lí nước ngoài... Những hạn chế này đang tạo ra khoảng trống pháp lí, làm suy giảm hiệu lực thực thi các nguyên tắc minh bạch, giám sát xuyên quốc gia - yếu tố cốt lõi mà IOSCO và các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới như EVFTA, CPTPP cùng yêu cầu để đảm bảo niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài.

Thứ hai, còn tồn tại những hạn chế trong quá trình hiện thực hoá cam kết minh bạch và bảo vệ nhà đầu tư từ EVFTA và CPTPP đối với pháp luật về NYCP ở Việt Nam. Các hiệp định EVFTA và CPTPP đặt ra những tiêu chuẩn cao về minh bạch hoá thông tin, bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư, quy định cơ chế giải quyết tranh chấp ISDS và cam kết đối xử công bằng, minh bạch[37]. Đây là cơ sở pháp lí giúp nhà đầu tư quốc tế yên tâm "rót vốn" vào TTCK Việt Nam, đồng nghĩa đòi hỏi Việt Nam phải cải thiện đáng kể khung pháp luật để đáp ứng chuẩn mực quốc tế. EVFTA và CPTPP không chỉ thúc đẩy tự do hóa thương mại mà còn đặt ra các yêu cầu về minh bạch hóa môi trường pháp lí, mở cửa đầu tư và dịch vụ tài chính theo các cam kết

[35] SSC (2022), *SSC signs Supervisory MMoU under APRC and IOSCO*, https://ssc.gov.vn/, truy cập 20/6/2025.

[36] IOSCO (2018), *IOSCO Assessment Committee Annual Report*, tr. 50 - 52, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD605.pdf, truy cập 20/6/2025.

[37] World Bank (2020), *Vietnam: Deepening International Integration and Implementing the EVFTA, Washington, D.C.: World Bank Group*, http://documents.worldbank.org/curated/en/553631589558514088, truy cập 03/8/2025.

cụ thể[38,39]. Những yêu cầu này tạo động lực để Việt Nam tiếp tục hoàn thiện khuôn khổ pháp luật và điều kiện tiếp cận thị trường đối với nhà đầu tư nước ngoài, trong đó bao gồm nhà đầu tư trên TTCK. Tuy nhiên, thực tế giao dịch từ TTCK Việt Nam cho thấy tín hiệu tích cực từ ảnh hưởng của CPTPP đối với pháp luật Việt Nam là có nhưng không lớn như kì vọng. Báo cáo từ UNCTAD cho thấy việc triển khai ISDS tại nhiều quốc gia mới nổi, trong đó có Việt Nam, vẫn rất hạn chế do chưa có quy trình nội luật hoá rõ ràng, chưa xây dựng được cơ chế xử lí các tranh chấp minh bạch và độc lập[40].

Trên thực tế, tính đến giữa năm 2025, ở Việt Nam chưa có vụ kiện nào được tiến hành theo cơ chế ISDS trong lĩnh vực chứng khoán/tài chính[41]. Điều này phản ánh sự chậm trễ của Việt Nam trong việc chuyển hoá các quy tắc, chuẩn mực pháp lí quốc tế thành hành động cụ thể.

Thứ ba, vấn đề áp dụng IFRS tại Việt Nam chưa đồng bộ, tạo rào cản lớn đối với quá trình so sánh thông tin tài chính. Việc đưa IFRS - vốn được công nhận là khung báo cáo toàn cầu vào lộ trình áp dụng bắt buộc từ năm 2025 tại Việt Nam đã đánh dấu bước ngoặt quan trọng trong chiến lược minh bạch hoá báo cáo tài chính doanh nghiệp niêm yết. Điều này thể hiện ở việc Luật Kế toán sửa đổi cho phép các doanh nghiệp, đặc biệt là các công ti niêm yết lớn, buộc phải sử dụng IFRS thay thế cho tiêu chuẩn VAS truyền thống. 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 nhà đầu tư. Tuy nhiên, theo khảo sát "Readiness assessment on IFRS adoption" do SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh phối hợp với Deloitte Vietnam thực hiện, 55% doanh nghiệp được khảo sát chưa thực sự sẵn sàng áp dụng, vẫn đang trong giai đoạn chuyển đổi hoặc chuẩn bị áp dụng[42]. Sự chênh lệch này đã tạo ra thực trạng bất nhất trong so sánh báo cáo tài chính, làm giảm tính minh bạch tổng thể của TTCK. Deloitte cũng chỉ rõ rằng các thử thách lớn nhất trong quá trình này là thiếu nhân sự có trình độ chuyên sâu về IFRS và kiểm toán viên đạt chuẩn quốc tế, nhất là trong các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs)[43]. Bên cạnh đó, mặc dù Báo cáo triển khai Quyết định số 345/QĐ-BTC ngày 16/3/2020 của Bộ trưởng Bộ Tài chính phê duyệt "Đề án áp dụng chuẩn mực báo cáo tài chính tại Việt Nam" cho thấy lộ trình áp dụng IFRS dự kiến kéo dài đến năm 2025, với mục tiêu hỗ trợ các doanh nghiệp lớn và niêm yết ổn định chuyển đổi hệ thống, đồng thời phát triển tiêu chuẩn VFRS (Vietnam Financial Reporting Standards) song song cho các doanh nghiệp còn lại nhưng tiến độ triển khai của dự án còn chậm, các chương trình đào tạo kiểm toán viên IFRS còn rời rạc, thiếu quy mô, dẫn đến

[38] Vu Nguyen Hanh (2025), tlđd.

[39] Australian Department of Foreign Affairs and Trade (DFAT), tlđd.

[40] United Nations Conference on Trade and Development - UNCTAD (2018), *World investment report 2018: Investment and new industrial policies*, tr. 121 - 123, https://unctad.org/system/files/official-document/wir2018_en.pdf, truy cập 15/4/2025.

[41] Vu Nguyen Hanh, tlđd.

[42] Deloitte Vietnam & HOSE (2021), *Readiness assessment on IFRS adoption*, https://www.deloitte.com/southeast-asia/en/services/audit/research/readiness-assessment-on-ifrs.html, truy cập 20/3/2025.

[43] Deloitte Vietnam & HOSE (2021), tlđd.

sự phụ thuộc quá lớn vào các công ti kiểm toán quốc tế, tăng chi phí kiểm toán, đặc biệt đối với SMEs. Điều này cho thấy pháp luật và chính sách hỗ trợ hiện nay chưa đủ mạnh để thực thi thành công lộ trình IFRS, gây lo ngại về tính khả thi và hiệu quả minh bạch. Báo cáo này cũng thừa nhận sự thiếu nhất quán trong mức độ áp dụng giữa các doanh nghiệp, và được xem là minh chứng rõ nét cho tình trạng "chạy đua kép" giữa VFRS và IFRS, gây khó khăn trong việc so sánh báo cáo ngang bằng giữa các doanh nghiệp, đặc biệt là trong hoạt động thu hút vốn quốc tế.

Từ những phân tích trên có thể thấy, việc đánh giá pháp luật về NYCP dưới góc nhìn NIE và yêu cầu của bối cảnh hội nhập quốc tế mang tính bổ trợ cho nhau hơn là sự tách biệt. Nếu NIE giúp nhận diện những hạn chế nội tại trong thiết kế và thực thi pháp luật thì bối cảnh hội nhập quốc tế cung cấp hệ quy chiếu để đánh giá mức độ tương thích của pháp luật Việt Nam với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Sự kết hợp hai góc tiếp cận này cho phép đánh giá toàn diện hơn thực trạng pháp luật, đồng thời tạo cơ sở cho các đề xuất hoàn thiện ở phần tiếp theo.

4. Một số đề xuất hoàn thiện pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam nhằm đáp ứng yêu cầu của Lí thuyết Kinh tế học thể chế mới và bối cảnh hội nhập quốc tế

Trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam đang trong giai đoạn chuyển mình mạnh mẽ, các giải pháp cho Việt Nam có thể được đặt ra dựa trên hai trục chính: 1) Nâng cao hiệu quả của các yếu tố thể chế nội sinh và 2) Chủ động tích hợp các cam kết hội nhập quốc tế.

Thứ nhất, nhóm giải pháp nhằm tăng cường hiệu quả của các yếu tố thể chế nội sinh theo NIE. Các giải pháp này bao gồm:

Một là, giảm chi phí giao dịch bằng cách rút gọn, đơn giản hoá các thủ tục niêm yết.

Theo NIE, chi phí giao dịch cao sẽ làm giảm quyết tâm niêm yết và khả năng công bố thông tin, làm ảnh hưởng tiêu cực đến tính minh bạch và tạo ra rào cản lớn cho doanh nghiệp[44]. Do vậy, Việt Nam cần đẩy mạnh rút gọn, đơn giản hoá các thủ tục niêm yết thông qua hệ thống cấp phép trực tuyến một cửa và tự động hoá xử lí hồ sơ. Việc này không chỉ nhằm đơn giản hoá quy trình mà còn có thể rút ngắn đáng kể thời gian xét duyệt hồ sơ niêm yết, tạo điều kiện thuận lợi để khuyến khích doanh nghiệp tham gia thị trường. Ví dụ thực tế cho thấy chính sách tương tự tại Singapore đang được thiết kế lại để hỗ trợ niêm yết doanh nghiệp tiềm năng. Trong tháng 6/2025, MAS và SGX RegCo công bố gói cải cách toàn diện nhằm giảm yêu cầu thẩm định hồ sơ, loại bỏ các ngưỡng lợi nhuận khắt khe và hợp lí hoá quy trình IPO bằng cách cho phép doanh nghiệp tương tác trước với nhà đầu tư (testing the waters), giúp làm giảm chi phí và thời gian tiếp cận thị trường[45]. Vận dụng mô hình này vào Việt Nam, việc cải cách thủ tục niêm yết sẽ không chỉ giúp rút ngắn thời gian chờ cấp phép mà còn giảm chi phí hành chính, phù hợp với định hướng phát triển nhanh của SMEs.

Hai là, nâng cao tính minh bạch và hiệu quả trong thực thi của hệ thống thể chế thông

[44] R. H. Coase (1937), tlđd, tr. 390 - 392; North, D. C, tlđd.

[45] Ayman Falak Medina (2025), "Singapore Eyes Softer Listing Rules to Attract More Companies", *ASEAN Briefing*, https://www.aseanbriefing.com/news/singapore-eyes-softer-listing-rules-to-attract-more-companies/, truy cập 15/7/2025.

qua việc tăng cường sự giám sát của cơ quan quản lí nhà nước về chứng khoán và TTCK.

Từ góc nhìn kinh tế học thể chế, việc thiết lập một cơ quan giám sát độc lập với năng lực cao là yếu tố then chốt để đảm bảo chất lượng và độ tin cậy của hệ thống niêm yết. NIE đã nhấn mạnh rằng cơ sở pháp lí có thể hoàn chỉnh nhưng nếu thiếu năng lực giám sát thực tế thì khó ngăn chặn hành vi cơ hội từ bên trong[46].

Trên thế giới, nhiều quốc gia đã triển khai hệ thống hậu kiểm độc lập bởi lẽ sự giám sát độc lập thường gắn với tốc độ phát hiện và xử lí sai phạm. Các thiết chế như PCAOB tại Mỹ[47] và ACRA tại Singapore đều có quyền tiến hành thanh tra định kì, đánh giá năng lực kiểm toán viên và xử lí vi phạm chất lượng báo cáo[48]. Tương tự ở Malaysia, Audit Oversight Board được thành lập năm 2010 để giám sát các công ti kiểm toán, thúc đẩy chuẩn mực và chất lượng báo cáo tài chính[49]. Học hỏi kinh nghiệm từ mô hình này, Việt Nam có thể cân nhắc thành lập một cơ quan kiểm toán hậu kiểm độc lập trực thuộc Bộ Tài chính hoặc UBCKNN, cùng với việc trao cho cơ quan này quyền yêu cầu rà soát báo cáo niêm yết, tiến hành thanh tra bất thường... dựa trên báo cáo kiểm toán thường niên như là một hình thức giám sát nội bộ thực chất.

Ba là, nâng cao năng lực của các thiết chế có vai trò cưỡng chế thực thi.

Mặc dù Luật Chứng khoán năm 2019 đã mở rộng quyền xử lí vi phạm của UBCKNN và các thiết chế tự quản như SGDCK nhưng trên thực tế nhiều hành vi vi phạm nghĩa vụ công bố thông tin vẫn chưa bị xử lí triệt để. Theo NIE, thể chế chỉ phát huy hiệu quả nếu có cơ chế cưỡng chế hữu hiệu nhằm hạn chế hành vi cơ hội và đảm bảo các ràng buộc pháp lí thực sự điều chỉnh hành vi của các chủ thể[50]. Nếu thiếu cơ chế xử lí vi phạm đủ sức răn đe, khung pháp lí sẽ chỉ mang tính hình thức, không thể tạo ra thay đổi thực chất, góp phần gây tổn hại cho niềm tin thị trường và làm méo mó chức năng phân bổ vốn của TTCK.

Việc ứng dụng NIE để nâng cao hiệu lực cưỡng chế trong pháp luật NYCP đòi hỏi các mức phạt phải đủ sức răn đe và phản ánh đúng mức độ thiệt hại. Mặc dù Nghị định số 156/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ đã nâng mức phạt hành chính tối đa cho các vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán lên đến 3 tỉ đồng đối với tổ chức và 1,5 tỉ đồng đối với cá nhân nhưng việc áp dụng mức phạt này trong thực tiễn vẫn chưa phổ biến. Kinh nghiệm từ các thị trường như Mỹ và Anh cho thấy hiệu quả cưỡng chế thực thi pháp luật không chỉ phụ thuộc vào mức phạt tiền cao mà còn là khả năng điều tra độc lập và cơ chế truy cứu trách nhiệm liên đới. Tại Hoa Kỳ, Uỷ ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) có quyền phối hợp với

[46] North, D. C, tlđd.

[47] Public Company Accounting Oversight Board, *Inspections*, https://pcaobus.org/oversight/inspections, truy cập 10/6/2025.

[48] Accounting and Corporate Regulatory Authority, *Practice Monitoring Programme*, https://www.acra.gov.sg/training-and-resources/publications/reports/practice-monitoring-programme-public-reports, truy cập 10/6/2025.

[49] Mazlina Mustapha, Lim Yan Kong (2021), "An Independent Audit Oversight System in a Developing Country", *Studies of Applied Economics*, Special Issue: Managing Economic Growth in Post COVID Era: Obstacles and Prospects, Vol. 39, No. 4 (2021): https://doi.org/10.25115/eea.v39i4.4573

[50] North, D. C, tlđd.

Bộ Tư pháp để xử lí vi phạm dưới cả hai góc độ dân sự và hình sự, tạo ra hiệu ứng răn đe rất lớn[51]. Việt Nam có thể tham khảo và có hướng vận dụng mô hình này nhằm nâng cao tính độc lập và chuyên môn hoá của các cơ quan quản lí, giám sát TTCK.

Thứ hai, nhóm giải pháp nhằm tích hợp yêu cầu hội nhập quốc tế vào khung pháp luật Việt Nam hiện hành. Nhóm giải pháp này bao gồm:

Một là, chuẩn hoá các điều kiện, tiêu chuẩn về NYCP theo thông lệ quốc tế.

Trong bối cảnh hội nhập tài chính toàn cầu, việc nội luật hoá các thông lệ quốc tế như IOSCO, EVFTA và CPTPP là bước đi chiến lược để nâng cao chất lượng thể chế NYCP tại Việt Nam. Như đã đề cập, mặc dù Luật Chứng khoán năm 2019 đã có bước cải thiện nhất định về quy định công bố thông tin và xử lí giao dịch nội gián, song trên thực tế vẫn có một khoảng cách đáng kể so với những yêu cầu then chốt của IOSCO. Các cam kết trong EVFTA và CPTPP đòi hỏi Việt Nam không chỉ mở cửa thị trường tài chính mà còn phải bảo đảm quyền lợi nhà đầu tư qua các cơ chế giải quyết tranh chấp quốc tế và các tiêu chuẩn đối xử công bằng, minh bạch. Việc nội luật hoá các điều khoản về tiếp cận thông tin, bảo vệ cổ đông và công khai hoạt động quản trị chính là điều kiện tiên quyết để củng cố niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài. Các khung cam kết đều hướng tới việc đồng bộ hoá chuẩn mực quản trị theo thông lệ tốt, giảm rủi ro pháp lí và tạo điều kiện thuận lợi cho luồng vốn xuyên quốc gia. Việc tích hợp sâu hơn các nguyên tắc này vào pháp luật chứng khoán sẽ giúp Việt Nam duy trì đáp ứng điều kiện sau nâng hạng, củng cố vị thế và chất lượng của TTCK.

Hai là, áp dụng triệt để IFRS cho toàn bộ doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Việc áp dụng IFRS một cách triệt để, quyết liệt và đồng bộ là điều kiện tiên quyết để tăng cường mức độ minh bạch và khả năng so sánh báo cáo tài chính trên TTCK. Dù Việt Nam đã ban hành lộ trình áp dụng bắt buộc IFRS từ năm 2025 nhưng kết quả khảo sát "Readiness assessment on IFRS adoption" của SGDCK Thành phố Hồ Chí Minh và Deloitte đã cho thấy khoảng cách công bố giữa các nhóm doanh nghiệp là lí do khiến việc so sánh tài chính trở nên thiếu nhất quán và làm giảm hiệu quả đánh giá của nhà đầu tư[52]. Để khắc phục, Việt Nam cần đẩy mạnh hợp tác với các tổ chức quốc tế uy tín nhằm đào tạo đội ngũ kiểm toán viên đạt chuẩn quốc tế. Việc đảm bảo năng lực nguồn nhân lực là tiền đề then chốt giúp hệ thống công bố tài chính của Việt Nam có thể hội nhập với chuẩn mực toàn cầu một cách thực chất, thay vì chỉ mang tính hình thức.

Ba là, thúc đẩy liên kết với các sàn giao dịch quốc tế thông qua cơ chế niêm yết kép (dual - listing) nhằm nâng cao tính minh bạch, mở rộng khả năng tiếp cận vốn và cải thiện định giá thị trường của doanh nghiệp Việt Nam.

Trong mô hình này, cổ phiếu của một doanh nghiệp được niêm yết đồng thời trên một sàn trong nước và ít nhất một sàn quốc tế. Việc niêm yết kép buộc doanh nghiệp phải tuân thủ các chuẩn mực báo cáo tài chính và công bố thông tin nghiêm ngặt hơn,

[51] U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Enforcement Actions*, https://www.sec.gov/enforce, truy cập 10/7/2025.

[52] Deloitte Vietnam & HOSE (2021), tlđd.

từ đó tạo áp lực cải thiện hệ thống quản trị và minh bạch tài chính. Bên cạnh đó, dual-listing còn tạo điều kiện thuận lợi để nâng tỉ lệ sở hữu nước ngoài, mở ra cơ hội đa dạng hoá nhà đầu tư và giảm sự lệ thuộc vào vốn trong nước. Việt Nam hiện chưa có doanh nghiệp niêm yết nào thực hiện dual-listing với các sàn quốc tế lớn, chủ yếu do rào cản về pháp lí, sự thiếu đồng bộ trong quy trình phê duyệt và đặc biệt là chưa có cơ chế công nhận lẫn nhau về tiêu chuẩn niêm yết giữa UBCKNN và các cơ quan quản lí nước ngoài. Do đó, Việt Nam cần nghiên cứu để xây dựng khuôn khổ pháp lí, chủ động tháo gỡ các rào cản pháp lí, thiết lập cơ chế hợp tác khu vực và quốc tế nhằm hiện thực hoá chiến lược này một cách có hệ thống và hiệu quả.

Kết luận

Kết quả nghiên cứu trên đây của bài viết cho phép đưa ra một số kết luận quan trọng như sau:

Sự kết hợp giữa việc vận dụng NIE và các yêu cầu khách quan của yếu tố hội nhập quốc tế giúp mở rộng khả năng và phương pháp đánh giá pháp luật về NYCP tại Việt Nam, không chỉ ở nội dung quy phạm mà còn ở hiệu quả vận hành và khả năng thích ứng của hệ thống pháp luật. Qua phân tích, có thể nhận thấy pháp luật hiện hành đã có những bước tiến về minh bạch thông tin, bảo vệ nhà đầu tư và tiếp cận các chuẩn mực quốc tế. Tuy nhiên, những hạn chế về chi phí tuân thủ, bảo vệ quyền cổ đông, hiệu quả cưỡng chế thực thi và mức độ áp dụng không đồng đều các thông lệ quốc tế vẫn ảnh hưởng đến chất lượng điều chỉnh của pháp luật.

Việc hoàn thiện pháp luật về NYCP cần được thực hiện theo hướng đồng bộ giữa thiết kế quy phạm và năng lực thực thi, đồng thời bảo đảm sự tiếp nhận có chọn lọc các chuẩn mực quốc tế phù hợp với điều kiện của thị trường chứng khoán Việt Nam. Cách tiếp cận này là cơ sở để nâng cao tính minh bạch, hiệu quả và khả năng hội nhập của thị trường, qua đó củng cố niềm tin của nhà đầu tư và hỗ trợ sự phát triển bền vững của TTCK./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Akarsh Kainth & Ranik Raaen Wahlstrøm (2021), "Do IFRS Promote Transparency? Evidence from the Bankruptcy Prediction of Privately Held Swedish and Norwegian Companies", *Journal of Risk Financial Management,* 14(3), https://doi.org/10.3390/jrfm14030123
2. Demsetz, H. (1967), "Toward a Theory of Property Rights", *The American Economic Review,* 57(2), https://www.shastriinstitute.org/sites/default/files/Demsetz_Property_Rights.pdf
3. Ibrahim El-Sayed Ebaid (2024), "Does the implementation of IFRS improve transparency regarding the company's financial conditions?: Evidence from an emerging market", *PSU Research Review,* Vol. 8, No. 2, DOI: 10.1108/PRR-11-2021-0063
4. Mazlina Mustapha, Lim Yan Kong (2021), "An Independent Audit Oversight System in a Developing Country", *Studies of Applied Economics,* Vol. 39 No. 4, Special Issue: Managing Economic Growth in Post COVID Era: Obstacles and Prospects, https://doi.org/10.25115/eea.v39i4.4573
5. R. H. Coase (1937), "The Nature of the Firm", *Economica, New Series,* Vol. 4, No. 16, https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/101111/j.1468-0335.1937.tb00002.x