

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 lý 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 khóa: 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; securities 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 tư¹. 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@hvn.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 thi².

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 tế³, 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 lý 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 trường⁵.

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, ký kết và thực thi hợp đồng⁶. 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 lý 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 đồng⁸. Đây là yếu tố then chốt quyết định tính hiệu lực, hiệu quả của hệ thống pháp luật và là nền tảng pháp lý 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 lý, 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 lý phù hợp mà còn vào năng lực thực thi các quy tắc đó trong thực tiễn⁹.

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 lý, 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, tldd.

⁶ R. H. Coase, tldd, 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, tldd.

⁹ North, D. C, tldd.

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 lý 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 lý 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 lý 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 lý tới hơn 95% quy mô TTCK trên thế giới, trở thành một thiết chế toàn cầu trong việc xây dựng các nguyên tắc quản lý và giám sát TTCK¹⁰. 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.

thiếu 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 tế¹¹.

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 đủ¹². 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 trường¹³. 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 tổ tụng hình sự và quản lí tài chính khác để tạo hệ thống giám sát tổng thể¹⁴.

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 giới¹⁵. 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 lí¹⁶, 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 Âu¹⁷. 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), tldd.

¹³ IOSCO (2017), tldd.

¹⁴ IOSCO (2017), tldd.

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 lý 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 tế²⁰. Trong khi đó, CPTPP - với điều khoản minh bạch hoá TTCK, yêu cầu luật hoá trách nhiệm pháp lý 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 phạm²¹.

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 lý nhằm bảo đảm quyền lợi nhà đầu tư EU, nhất là trong các lĩnh vực tài chính và chứng khoán²². 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 lý) 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](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 bạch²³.

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 ro²⁵. Điều này góp phần thúc đẩy hoàn thiện hệ thống pháp luật về chứng khoán và NYCP, làm cho môi trường pháp lý trở nên phù hợp hơn với các chuẩn mực quốc tế và thông lệ quản trị tiên tiến trên toàn cầu.

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.

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 ngoài²⁶. 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 này²⁷.

3. Thực trạng pháp luật về niêm yết cổ phiếu tại Việt Nam từ góc nhìn của lý 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.

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), tldđ.

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 tin²⁸, 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 trường²⁹. 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 đây³⁰.

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 lợi³¹.

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, tldd.

³⁰ Arendse Huld, tldd.

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.

G³². 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 bạch³³.

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 Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) và các sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) trong hoạt động thanh tra và xử lý 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 lý 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 lý 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 10/2022³⁵. 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 chẽ³⁶.

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 bạch³⁷. 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 lập⁴⁰.

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 chính⁴¹. 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 ty 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 dụng⁴². 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), tldd.

³⁹ Australian Department of Foreign Affairs and Trade (DFAT), tldd.

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, tldd.

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), tldd.

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 kếp” 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 hỗ 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 Lý 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 nghiệp⁴⁴. 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 lý 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 lý 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 trường⁴⁵. 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), tldd, tr. 390 - 392; North, D. C., tldd.

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 lý 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 niềm yết. NIE đã nhấn mạnh rằng cơ sở pháp lý có thể hoàn chỉnh nhưng nếu thiếu năng lực giám sát thực tế thì khó ngăn chặn hành vi cơ hội từ bên trong⁴⁶.

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 lý sai phạm. Các thiết chế như PCAOB tại Mỹ⁴⁷ và ACRA tại Singapore đều có quyền tiến hành thanh tra định kỳ, đánh giá năng lực kiểm toán viên và xử lý vi phạm chất lượng báo cáo⁴⁸. 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 chính⁴⁹. 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

niềm 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 lý 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 lý 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 lý thực sự điều chỉnh hành vi của các chủ thể⁵⁰. Nếu thiếu cơ chế xử lý vi phạm đủ sức răn đe, khung pháp lý 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, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) có quyền phối hợp với

⁴⁶ North, D. C, tldd.

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, tldd.

Bộ Tư pháp để xử lý vi phạm dưới cả hai góc độ dân sự và hình sự, tạo ra hiệu ứng răn đe rất lớn⁵¹. 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 lý, 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 lý 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 lý 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 SGĐCK 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 tư⁵². 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), tldd.

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/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>