

VẬN DỤNG LÝ THUYẾT ĐẠI DIỆN VÀ LÝ THUYẾT THÔNG TIN BẤT CÂN XÚNG 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: Lý thuyết Đại diện và Lý 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 lý 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 khóa: Niêm yết cổ phiếu; lý thuyết đại diện; lý 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@hvn.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 lý 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 lý, 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 lý. 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 TTCK¹ 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 phiếu². 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 lý nhà đầu tư bị chấn động mạnh mẽ⁴. 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 lý phòng vệ trên TTCK Việt Nam⁵. Rõ ràng, những vi

truy cập 24/7/2025.

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://thoibao taichinhvietnam.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>,

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 quả⁶. 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 tư⁷. 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 thống⁸, 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 lý thuyết, đặc biệt là các học thuyết kinh tế có tính khái quát và ứng dụng cao.

Bài viết lựa chọn Lý thuyết Đại diện và Lý thuyết Thông tin bất cân xứng như hai lý 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 lý 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/10.1080/23322039.2023.2173125>

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 ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, <https://thitruongtaichinhntiente.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 lý 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 Lý thuyết Đại diện và Lý thuyết Thông tin bất cân xứng

2.1. Lý 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, Lý thuyết Đại diện được phát triển bởi Michael C. Jensen và William H. Meckling trong bài viết “Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” năm 1976¹⁰.

Một cách khái quát, Lý 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 lý (agent) để thay mặt họ điều hành công ti. Tuy nhiên, do bất cân xứng thông tin và xung đột lợi ích, nhà quản lý có thể ra quyết định không phù hợp với mục tiêu 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 lý,

dẫn đến chi phí đại diện phát sinh từ việc giám sát và kiểm soát các quyết định của nhà quản lý, đặc biệt là trong các 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 nghiệp¹¹.

Lý thuyết Đại diện là một trong những lý thuyết quan trọng để phân tích các vấn đề lý luận liên quan đến niêm yết cổ phiếu và pháp luật về niêm yết cổ phiếu. Lý 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 lý, buộc họ phải đưa ra các quyết định vì lợi ích của cổ đông thay vì lợi ích cá nhân¹².

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, niềm 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 hơn¹³ và mức độ công bố thông tin minh bạch có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp sau khi niêm yết¹⁴. 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 lý (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 lý 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 lý 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 lý 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 1970¹⁵. Sau đó, Michael Spence¹⁶ và Joseph E. Stiglitz¹⁷ 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 thấp¹⁸. 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), tldđ, 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 lẻo¹⁹.

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 thường 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), tldd, tr. 309.

ro nhằm tối đa hoá lợi ích cá nhân trong ngắn hạn²⁰.

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 ti²¹. 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 kỹ 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 lý 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 Lý thuyết Đại diện trong thiết kế và thực thi các quy định về niêm yết. Cụ thể, khung pháp lý mới chỉ chú trọng đến các tiêu chí tài chính - kỹ 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 Lý 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*, Harvard 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 giảm²². 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 lý 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 tuân hoàn và phản ứng muộn trước các biến cố tài chính, làm trầm trọng thêm tình trạng bất cân xứng thông tin²³.

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 tế²⁴. 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 yếu²⁵. 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), tldđ, 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 ích²⁷.

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 quả²⁸.

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 lí²⁹. Bên cạnh đó, một công cụ pháp lí

²⁶ Michael C. Jensen & William H. Meckling (1976), tldđ, tr. 309.

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

²⁸ OECD (2023), tldđ.

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 niềm yết để “thoát hàng” của nhóm cổ đông nội bộ. Đây là lí do giải thích vì sao pháp luật về niềm yết cổ phiếu cần có thiết kế đồng bộ giữa yêu cầu công bố thông tin, quy tắc đạo đức niềm 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 đông³⁰, 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 số³¹. 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 niềm 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 niềm yết cổ phiếu ở Việt Nam

Như đã đề cập ở trên, việc hoàn thiện pháp luật về niềm 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 niềm 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 dịch³². 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 ti³³.

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 nhân³⁴. 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 trị³⁵. 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 nghiệp³⁶. 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.

đồng 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 lý 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 kể 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 lý 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, cần 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 lý 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 lý các hành vi vi phạm trong việc công bố thông tin. Điều này bao gồm việc áp dụng các biện pháp xử lý 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 lý 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 ký, 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 lý đặc biệt và xử phạt nghiêm minh để đảm bảo công bằng cho tất cả các nhà đầu tư³⁷.

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 lý 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 Kỳ³⁸. 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 kỳ sẽ giúp cổ đông nhỏ nâng cao năng lực giám sát, đồng thời làm tăng chi phí pháp lý 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 lý 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), tldd.

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 Executive Compensation*, Harvard 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)