Mã số:	251
Ngày nhận:	04/042016
Ngày hoàn thành biên tập:	25/07/2016
Ngày duyệt đăng:	3/8/2016

CƠ CHẾ CỔ PHIẾU ĐA QUYỀN VÀ KHẢ NĂNG ÁP DỤNG TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Thúy Anh[1]

Tóm tắt

Bài viết sau đây trên cơ sở tập hợp các nghiên cứu trước đây trên thế giới về cơ chế cổ phiếu đa quyền trên thế giới, lịch sử hình thành, các ưu và nhược điểm của cơ chế cổ phiếu đa quyền, phương thức thực hiện cơ chế cổ phiếu đa quyền từ đó phân tích văn bản pháp luật Việt Nam để đánh giá khả năng áp dụng cơ chế cổ phiếu đa quyền tại Việt Nam và đưa ra một số đề xuất để thực hiện cơ chế này hiệu quả tại Việt Nam.

Từ khóa: cơ chế cổ phiếu đa quyền, quyền cổ đông.

Abstract

Although most of the listed companies maintain one share-one vote mechanism, dual class share structure is still commonly accepted in some regions, especially in Northern Europe, Western Europe and the Americas. Recently, some big name companies as Alibaba, Facebook, Zillor, Groupon, Yelp…chose to issue dual class shares. What are benefits and risks that dual class share structure may bring to shareholders? Should Vietnam develop this mechanism or not? The following paper will review the history, the advantages and disadvantages of dual class shares worldwide, methods of implementation and the possibilities of applying dual class shares in Vietnam as well as put forward some recommendations of effectively implementing this mechanism in Vietnam including better shareholders protection and more effective legal frame.

[1] TS, Trường Đại học Ngoại thương, email: nguyenthuyanh2014@gmail.com

Keywords: dual-class share, shareholders' voting rights.

Ở các nước trên thế giới, hầu hết các công ty niêm yết đều duy trì cơ chế 1 cổ phiếu phổ thông tương ứng 1 quyền bỏ phiếu. Tuy vậy, việc duy trì cơ chế cổ phiếu đa quyền (cổ phiếu có nhiều loại quyền bỏ phiếu khác nhau) vẫn khá phổ biến tại một số khu vực, đặc biệt Bắc Âu, Tây Âu và Châu Mỹ. Thời gian gần đây, có rất nhiều công ty tên tuổi trên thị trường cũng sử dụng cơ chế này như Alibaba, Facebook, Zillor, Groupon, Yelp. Vậy cơ chế cổ phiếu đa quyền có lịch sử phát triển như thế nào, có lợi ích gì và có những nguy cơ gì, cách thức thực hiện ra sao? Liệu Việt Nam về mặt pháp lý và thực tiễn có nên phát triển cơ chế này hay không? Bài viết sau đây trên cơ sở tập hợp các nghiên cứu trước đây trên thế giới, phân tích văn bản pháp luật Việt Nam giải quyết được những vấn đề trên đồng thời đưa ra một số đề xuất để thực hiện cơ chế này hiệu quả tại Việt Nam.

1. Khái niệm cơ chế cổ phiếu đa quyền (dual class share structure)

Thông thường, cổ phiếu phổ thông thường đi kèm với 1 quyền biểu quyết cũng như quyền hưởng cổ tức tương ứng với số lượng cổ phiếu sở hữu. Ví dụ, một cổ đông mua 10.000 cổ phiếu của Microsoft thì sẽ được nhận cổ tức nhiều gấp 10 lần cổ đông mua 1000 cổ phiếu và số phiếu biểu quyết nhiều hơn gấp 10 lần cổ đông mua 1000 cổ phiếu. Tuy nhiên đối với cơ chế cổ phiếu đa quyền, công ty có thể cho phép duy trì các loại cổ phiếu có số lượng quyền biểu quyết và quyền hưởng cổ tức khác nhau. Ví dụ, Google có 2 loại cổ phiếu. Cổ phiếu loại A có thể tham gia biểu quyết tất cả các vấn đề của công ty và chỉ có 01quyền biểu quyết tương ứng với 1 cổ phiếu. Cổ phiếu loại B thì 1 cổ phiếu có 10 quyền biểu quyết. Điều này cho phép cổ đông nắm giữ cổ phiếu loại B có nhiều hơn quyền kiểm soát công ty. Đối với Google, hai đồng sáng lập viên là Sergey Brin và Larry Page không có cổ phiếu loại A nhưng lại nắm giữ 77,3% cổ phiếu loại B. Họ chỉ nắm giữ 18,3% quyền hưởng lợi nhuận nhưng cổ phiếu loại B họ nắm giữ lại cho phép kiểm soát 58,3% quyền kiểm soát trong công ty (Google, 2009).

Như vậy, cơ chế cổ phiếu đa quyền cho phép, ngoài loại cổ phiếu phổ thông có 1 quyền biểu quyết như thông thường, còn có loại cổ phiếu có số lượng quyền bỏ phiếu nhiều hơn 1 quyền (loại này chủ yếu phát hành cho các cổ đông sáng lập, thành viên gia đình..), và

cổ phiếu có số lượng quyền bỏ phiếu ít hơn 1 quyền hoặc thậm chí không có quyền biểu quyết (nhà đầu tư chủ yếu nhận thu nhập từ mức cổ tức ưu đãi hơn mà không cần quan tâm đến quyền kiểm soát công ty). Các loại cổ phiếu này có thể chỉ giao dịch nội bộ giữa các thành viên trong công ty hoặc niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Lịch sử của cơ chế cổ phiếu đa quyền bắt đầu ở Mỹ từ năm 1898 khi công ty International Silver Company phát hành 20 triệu cổ phiếu không có quyền biểu quyết, trong đó bao gồm 9 triệu cổ phiếu ưu đãi và 11 triệu cổ phiếu phổ thông không có quyền biểu quyết. Sau đó, năm 1902, cổ phiếu phổ thông này lại có quyền biểu quyết, với tỷ lệ là 2 cổ phiếu tương ứng với 1 quyền biểu quyết (Stevens 1926). Điều này đã khởi đầu cho một làn sóng phát hành cổ phiếu phổ thông đa quyền tại nước Mỹ. Tuy vậy, cổ phiếu đa quyền lại không được ủng hộ bởi các cơ quan quản lý Nhà nước và Sở giao dịch chứng khoán New York đã cấm hoặc hạn chế việc này trong khoản thời gian từ năm 1925 đến 1985. Trong thời gian này, chỉ có một số công ty được phép phát hành cổ phiếu đa quyền như Ford phát hành cổ phiếu có quyền biểu quyết ít hơn 1, chứ không phải phát hành cổ phiếu không có quyền biểu quyết. Theo đó, các thành viên của gia đình Ford nắm giữ cổ phiếu loại B với 40% quyền biểu quyết còn cổ phiếu loại B thì nắm giữ 60% quyền biểu quyết còn lại. Điều này cho phép công ty phát hành cổ phiếu ra đại chúng vẫn nắm giữ quyền kiểm soát công ty trong khi chỉ nắm giữ 5,1% vốn cổ phần.

Đến năm 1980, trước làn sóng thâu tóm thù địch, cơ chế cổ phiếu đa quyền lại trở thành một công cụ hiệu quả để phòng vệ. Lúc đó, vì hầu hết các công ty chỉ có cổ phiếu phổ thông tương ứng với 1 quyền biểu quyết nên muốn chuyển sang cổ phiếu đa quyền phải tiến hành một cuộc tái cơ cấu vốn. Ví dụ, General Cinema Corporation tái cơ cấu bằng cách đổi 1 cổ phiếu phổ thông lấy 1 cổ phiếu mới loại B có 10 quyền biểu quyết. Tuy vậy, cổ phiếu loại B không được giao dịch ra công chúng và nhận cổ tức thấp hơn cổ phiếu loại A. Ngoài ra, cổ phiếu loại B còn có thể chuyển đổi thành cổ phiếu loại A nhưng chỉ được chuyển đổi hoặc bán giữa các thành viên gia đình. Một điều kiện khác nữa là cổ phiếu loại B chỉ được nhận 10 quyền biểu quyết nếu hơn 15% cổ phiếu phổ thông sở hữu bởi các cổ đông có liên minh với nhau và chỉ các các thành viên HĐQT mới được bầu ra Chủ tịch HĐQT.Việc tái cơ cấu này đòi hỏi phải có sự đồng ý của cổ đông nhưng do các thành viên gia đình của công ty nắm giữ đến 29% cổ phiếu phổ thông nên

phương án này đã được thông qua. Với cơ cấu như trên, các cổ đông thiểu số vì lợi ích của họ đã tiếp tục nắm giữ cổ phiếu phổ thông vì họ có thể nhận cổ tức cao hơn và tính thanh khoản cao hơn. Đồng thời cho phép các thành viên gia đình sáng lập viên công ty sử dụng việc tái cơ cấu như một phương tiện chống thâu tóm hiệu quả.

Để cạnh tranh với sàn AMEX và NASDAQ (những sàn không cấm việc phát hành cổ phiếu đa quyền) cũng như nguy cơ một số công ty đe dọa hủy niêm yết, năm 1985 NYSE đã ban hành một quy định yêu cầu các công ty muốn tái cơ cấu vốn phải được sự chấp thuận của đa số cổ đông phổ thông và các thành viên HĐQT độc lập, cụ thể như sau:

- 2/3 cổ đông có quyền bỏ phiếu chấp thuận về việc phát hành loại cổ phiếu này

- Công ty phát hành có phần lớn các ủy viên HDQT độc lập thì cần đa số các thành viên này thông qua, nếu không có đa số thì tất cả các thành viên HĐQT độc lập đều phải thông qua.

- Cổ phiếu phổ thông có ít quyền hơn nhưng không có sự khác biệt nhiều hơn 10/1.

- Các quyền khác của cổ phiếu loại này phải gần như tương tự với các cổ phiếu phổ thông có nhiều quyền bỏ phiếu hơn.

Năm 1985, trên sàn NYSE có 10 công ty có cổ phiếu đa quyền, AMEX có 60 công ty và NASNAQ có 110 công ty (SELIGMAN, 1986). Đến năm 1988, Ủy ban chứng khoán Hoa kỳ SEC ban hành quy định 19C-4 cho phép các tổ chức tự quản như sở giao dịch chứng khoán được niêm yết và giao dịch cổ phiếu các công ty phát hành cổ phiếu có nhiều hơn 1 quyền biểu quyết nhưng cho phép các công ty phát hành các cổ phiếu có ít hơn 1 quyền biểu quyết và các cổ phiếu này được phép giao dịch trên thị trường (HOWELL, 2009). Đến năm 1994, cả 3 sàn giao dịch chứng khoán trên của Hoa Kỳ đều thực hiện một chính sách thống nhất, cho phép các công ty có cơ cấu cổ phiếu đa quyền được niêm yết và không hạn chế quyền biểu quyết cho các cổ phiếu phát hành mới ra công chúng. Tuy nhiên, chính sách này cũng hạn chế các công ty không được giảm quyền biểu quyết của cổ đông hiện hữu thông qua các hành động phát hành cổ phiếu có quyền biểu quyết ưu tiên theo thời gian nắm giữ cổ phiếu, việc phát hành cổ phiếu có nhiều

quyền biểu quyết hoặc ít hơn thông qua hoán đổi cổ phiếu. Tóm lại, cổ phiếu đa quyền được cho phép nhưng hạn chế làm ảnh hưởng đến lợi ích của cổ đông hiện hữu. Năm 2007, 7,4% các công ty niêm yết có cơ chế cổ phiếu đa quyền, trong đó 11,5% trên sàn NYSE, 5,1% trên sàn AMEX và 5,5% trên sàn NASDAQ (HOWELL, 2009, p. 24).

Ở Canada, cơ chế cổ phiếu đa quyền cũng bắt đầu trở nên phổ biến từ năm 1975. Tại thời điểm này, chỉ có 5% các công ty niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Toronto- TSX sử dụng hình thức cổ phiếu đa quyền. Đến năm 1987, số lượng này tăng lên 15%. Khoảng thời gian từ 1987 đến 1995, 29,2 % các công ty niêm yết TSX duy trì cổ phiếu đa quyền Daniel P. Cipollone, 2012). Số lượng này giảm đi ở các năm tiếp theo. Đến tháng 4/2005, 96 công ty, chiếm 6,57% trong tổng số 1459 công ty niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Toronto TSX có cơ chế cổ phiếu đa quyền (Yvan Allaire, 2006). Trong 96 công ty này, số quyền biểu quyết trung bình mà các cổ đông nắm giữ cổ phiếu loại B là 4,38 quyền. Một trong những điển hình là tập đoàn Bombardier, với các thành viên trong gia đình chỉ sở hữu 17,5% vốn cổ phần nhưng do nắm giữ cổ phiếu loại A với 10 quyền biểu quyết một cổ phiếu nên gia đình này vẫn nắm giữ 59,7% số phiếu biểu quyết của coogn ty. Một ví dụ điển hình khác là tập đoàn Magna International Inc., các thành viên gia đình kiểm soát 66% số phiếu biểu quyết nhưng chỉ sở hữu 0.6% vốn cổ phần của công ty.

2. Lợi ích của cơ chế cổ phiếu đa quyền

Lợi ích đầu tiên của cơ chế cổ phiếu đa quyền là cho phép công ty đầu tư mạnh vào các nguồn lực đặc biệt trong doanh nghiệp. Mỗi công ty có một cơ cấu tổ chức đặc thù, các cơ hội đầu tư riêng, nguồn nhân lực đặc thù và phương thức kinh doanh riêng. Do tính đặc thù này mà các nhà quản lý phải đầu tư thời gian và các nguồn lực để trở thành chuyên gia trong lĩnh vực của họ. Khi họ đã có những kiến thức đặc thù này, họ trở nên có nhiều giá trị hơn so với việc quản lý một công ty thông thường. Đông lực của việc củng cố những kiến thức này là vì các nhà quản lý mong muốn ở lại doanh nghiệp lâu dài. Tuy vậy, nếu công ty bị thâu tóm và ban điều hành thay đổi, khoản đầu tư này sẽ không còn giá trị. Với cơ chế đa quyền, sẽ duy trì quyền kiểm soát tại công ty. Đây cũng chính là lý do mà Google tuyên bố: “Chúng tôi tin tưởng vào sự ổn định của cơ chế cổ

phiếu đa quyền vì điều này cho phép chúng tôi duy trì văn hóa độc nhất vô nhị của mình và tiếp tục thu hút và giữ chân người tài của Google. Đồng nghiệp của chúng tôi có thể tin tưởng rằng, bản thân họ, nhân viên của họ, cũng như tình yêu, sự sáng tạo sẽ được nuôi dưỡng bởi một công ty tập trung vào tính ổn định và dài hạn" (Google 2004).

Cơ chế này phổ biến tại các công ty công nghệ cao và truyền thông xã hội do tính linh hoạt về cơ chế hoạt động và sử dụng danh tiếng để thu hút các tài năng. New York Times, Washington Post cũng là những đại diện về truyền thông sử dụng cơ chế này. Trong các công ty này, các cổ đông sáng lập hoặc những người bên trong công ty sở hữu những thông tin và kiến thức đặc thù liên quan đến sáng tạo sản phẩm và khai thác vòng đời sản phẩm dài hạn để đem lại lợi ích cho cổ đông. Các cổ đông bên ngoài đối mặt với tình trạng thông tin bất cân xứng và không thể có đủ thông tin để có những quyết định chiến lược. Trong bối cảnh đó, các nhà sáng lập công ty cần nhiều quyền bỏ phiếu để duy trì kiểm soát của mình nhằm khai tác tố thơn các thông tin bí mật để đem lại lợi ích cho cổ đông.

Lợi ích thứ hai của cơ chế cổ phiếu đa quyền là nó tạo ra cơ chế phòng vệ đối với các cuộc thâu tóm không báo trước. Trong một thế giới thông tin bất cân xứng, những người bên trong công ty biết rõ hơn về các dự án đầu tư và kết quả hoạt động của công ty hơn người bên ngoài. Những người bên ngoài mong muốn loại bỏ ban điều hành của công ty do có thông tin hạn chế về công ty. Khi đó, những nhà quản lý bên trong công ty sẽ có những hành động để gửi tín hiệu ra bên ngoài là họ đang ra những quyết định phù hợp cho doanh nghiệp. Các tín hiệu này có thể gây ra những chi phí đắt đỏ với công ty như đi vay nhiều hơn, dẫn đến tỷ lệ nợ cao hơn hoặc thay đổi về tỷ lệ chi trả cổ tức hoặc tiến hành mua lại cổ phiếu. Đối với cơ chế cổ phiếu đa quyền, nhà quản lý có nhiều quyền kiểm soát hơn để chống lại những vụ thâu tóm không báo trước này. Theo Alchian and Demsetz (1972), DeAngelo (1985), Fischel (1987), như vậy, thay vì thực hiện các hành động như trên, cơ chế cổ phiếu đa quyền sẽ làm giảm chi phí của doanh nghiệp khi gửi tín hiệu ra bên ngoài.

Bằng cách tập trung số phiếu bầu vào tay ban điều hành công ty, điều này dẫn đến các công ty muốn thâu tóm công ty khi chào mua cổ phiếu trên thị trường vẫn phải nắm

quyền kiểm soát công ty. Thậm chí, ngay cả khi những công ty này thành công trong việc thu mua cổ phiếu trên thị trường thì cũng không đủ số phiếu để thay thế ban điều hành hiện tại hoặc sáp nhập với công ty đã thâu tóm.

Mặt khác, các công ty gia đình có xu hướng sử dụng cơ chế cổ phiếu đa quyền nhiều hơn và điều này dẫn đến nguy cơ bị thâu tóm giảm đi. Điều này được giải thích bởi việc, các công ty sử dụng cơ chế cổ phiếu đa quyền, theo nghiên cứu thực nghiệm thì giá trị doanh nghiệp giảm đi, do đó, cũng làm giảm động cơ của việc thâu tóm (Martin Holmén and Eugene Nivorozhkin).

Lợi ích thứ ba là nó có khả năng giảm nguy cơ điều hành theo mục tiêu ngắn hạn. Nếu ban điều hành công ty không hành động vì lợi ích của cổ đông có thể sẽ bị thay thế. Do nguy cơ thâu tóm, ban điều hành công ty sẽ phải quan tâm đến giá chứng khoán cũng như thu nhập công ty hàng quý. Điều này có thể dẫn đến ban điều hành công ty có xu hướng chuyển từ các dự án chiến lược dài hạn sang các dự án ngắn hạn. Tuy nhiên, khi công ty sử dụng cơ chế cổ phiếu đa quyền để bảo vệ chống lại thâu tóm, ban điều hành sẽ yên tâm thực hiện vì lợi ích dài hạn của công ty (Fischel 1987, Stein 1988, Shleifer và Vishny 1990. Trong tuyên bố của Google, sáng lập viên cũng đã bày tỏ ý kiến này: “Chúng tôi tin rằng, việc tìm kiếm và tổ chức thông tin trên thế giới là nhiệm vụ cực kỳ quan trọng và nên được tiến hành bởi một công ty tin cậy và quan tâm đến cộng đồng. Chúng tôi tin rằng, một xã hội hoạt động tốt khi có thể tiếp cận miễn phí, dồi dào và tự do đối với những thông tin chất lượng cao. Google đang đảm đương trách nhiệm đó. Vì vậy, cơ cấu cổ phiếu đa quyền sẽ góp phần đảm bảo trách nhiệm đó được thực hiện. Điều này cũng góp phần gia tăng giá trị cho cổ đông của chúng tôi” (Google 2004).

Một lợi ích nữa là cơ chế cổ phiếu đa quyền có khả năng tăng chi phí thâu tóm doanh nghiệp. Đối với một công ty có sở hữu phân tán, các cổ đông rất khó hành động như một thể thống nhất. Khi đối mặt với thông báo chào mua lại, các cổ đông sẽ bất lợi trong việc thương lượng. Ngoài ra, nếu các cổ đông bầu ra một hội động quản trị không nắm giữ đa số cổ phiếu, họ cũng không thể hành động vì lợi ích cao nhất của cổ đông. Một công ty có cơ chế cổ phiếu đa quyền và tập trung quyền bỏ phiếu, các cổ đông có nhiều quyền bỏ phiếu có thể giành được những lợi thế khi thương lượng. Khi lợi thế này

càng tăng thì cổ đông càng có thể đạt được mức giá có lợi nhất cho họ. Điều này đã đươc nghiên cứu bởi các học giả Fischel 1987, Comment và Schwert (1995), Smart và Zutter (2003) cho thấy, cơ cấu cổ phiếu đa quyền làm giảm số lượng các giao dịch kiểm toán và tăng giá mua lại của các công ty bị thâu tóm.

Lợi ích thứ năm của cơ cấu cổ phiếu đa quyền là cho phép các thành viên gia đình và các cổ đông kiểm soát có thể thu hút vốn đầu tư từ công chúng đồng thời vẫn duy trì kiểm soát công ty. Trong quá trình phát triển của một doanh nghiệp, khi quy mô tăng, các chủ sở hữu sẽ không đủ vốn để tài trợ cho các dự án có lợi nhuận của doanh nghiệp và phải quyết định tìm kiếm nguồn vốn bên ngoài hoặc hạn chế sự phát triển trong tương lai. Đối với cơ chế cổ phiếu đơn quyền, các chủ sở hữu đánh đổi quyền kiểm soát khi tăng vốn cổ phần để tài trợ cho các dự án đầu tư có mức sinh lời cao. Tuy nhiên, đối với một số công ty, giá trị của việc kiểm soát quá lớn do đầu tư nhiều vào nguồn lực con người đặc thù và thông tin bất cân xứng khiến cho các thành viên gia đình hoặc các nhóm kiểm soát công ty không sẵn sàng đánh đổi. Đối với những công ty này, cơ chế cổ phiếu đa quyền cho phép gia đình hoặc các thành viên kiểm soát vẫn duy trì được sự kiểm soát công ty trong khi vẫn huy động vốn đầu tư từ công chúng, theo DeAngelo và DeAngelo 1985 và Gilson 1987.

Lợi ích cuối cùng của cơ cấu này là cho phép các cổ đông kiểm soát đa dạng hóa rủi ro phi hệ thống. Theo mô hình cân bằng thị trường vốn, các nhà đầu tư có thể giảm bớt rủi ro phi hệ thống bằng cách nắm giữ một danh mục đầu tư tài sản đa dạng. Đối với công ty chỉ có một chủ sở hữu/một nhà quản lý duy nhất, anh ta sẽ hành động vì lợi ích tốt nhất của chính mình để giảm rủi ro. Khi kêu gọi nhà đầu tư bên ngoài có danh mục đầu tư đa dạng, chủ sở hữu có thể giảm chi phí rủi ro cho toàn công ty. Đối với cơ chế đa quyền. điều này cho phép các chủ sở hữu hiện hữu của công vẫn kiểm soát công ty đồng thời vẫn có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư (do giảm tỷ lệ sở hữu tại công ty), từ đó có thể giảm rủi ro phi hệ thống. Việc phát hành cổ phiếu hạn chế quyền bỏ phiếu cũng làm giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu đối với các cổ đông nắm giữ cổ phiếu này so với cổ đông nắm giữ cổ phiếu thông thường, do đó làm giảm chi phí sử dụng vốn của cả công ty (Fischel 1987, Gilson 1987).

3. Hạn chế của cơ chế cổ phiếu đa quyền

Với cơ chế này, có thể dẫn đến duy trì ban điều hành yếu kém trong công ty mà không bị thay thế hoặc sa thải Giá cổ phiếu là thước đo dễ nhất để đo sự thành công của một công ty và điều này lại liên quan trực tiếp đến hành động của Ban diều hành. Theo Manne 1965, có mối liên hệ thuận chiều giữa hiệu quả hoạt động của ban điều hành và giá cổ phiếu công ty. Bban điều hành yếu kém có thể làm giá cổ phiếu đi xuống so với các công ty khác trong ngành. Khi giá cổ phiếu giảm, các công ty bên ngoài sẽ nhìn thấy tiềm năng của việc thay thế ban điều hành yếu kém bằng một ban điều hành có hiệu quả hơn. Giá càng giảm thì công ty càng trở nên hấp dẫn với nhà đầu tư. Khi mức giảm này đã đủ hấp dẫn thì những người bên ngoài công ty sẽ tiến hành thâu tóm. Với cơ cấu đa quyền, ban điều hành có thể duy trì việc kiểm soát bằng việc nắm giữ cổ phiếu kiểm soát. Điều này bảo vệ ban điều hành tránh khỏi cơ chế kiểm soát thông thường và cho phép ban điều hành tiếp tục ra quyết định yếu kém mà không bị cảnh cáo hoặc loại khỏi công ty (Gilson 1987, Jarrel and Poulsen 1988, Fama và Jensen 1983).

Hạn chế thứ hai của cổ phiếu đa quyền là nó tăng chi phí đại diện. Khi việc phân tán sở hữu vốn cổ phần gia tăng trong một công ty có cổ phiếu đơn quyền, việc tách biệt giữa quyền sở hữu và quản lý rõ rang hơn. Điều này cũng tạo ra mối quan hệ giữa người ủy quyền và đại diện. Khi sự tách biệt càng lớn, ban điều hành (người đại diện) có thể không hành động vì lợi ích của chủ sở hữu. Điều này dẫn đến chi phí đại diện mà Jensen và Meckling 1976 đã xác định là chi phí kiểm soát, chi phí ràng buộc và chí phí residual (việc giảm phúc lợi do sự khác biệt về quan điểm giữa người quản lý và chủ sở hữu)

Một trong những phương thức làm giảm chi phí đại diện là công ty cần có những cổ đông có quyền kiểm soát lớn, hành đông vì lợi ích của cả cổ đông và nhà quản lý. Khi hành động với 2 vai trò như trên, công ty gia đình có động cơ và sức mạnh kiểm soát để điều hành công ty hoạt động hiệu quả. Tại các công ty có cơ chế cổ phiếu đa quyền, thường có một cổ đông lớn chiếm quyền kiểm soát đa số. Tuy nhiên, vì bản chất của cơ cấu cổ phiếu đa quyền là thành viên đó không nắm giữ đa số dòng tiền trong công ty, do đó, họ có xu hướng sẵn sàng sử dụng các nguồn lực của công ty vì lợi ích của bản thân nhiều

hơn (Barclay và Holderness 1989, Bebchuk, Kraakman và Triantis 2000, Masulis Wang và Xie 2009).

Các nhà đầu tư tổ chức ngày càng trở nên lo lắng với cơ chế cổ phiếu đa quyền vì cho rằng điều này sẽ làm tách lẻ quyền bỏ phiếu và hạn chế khả năng của họ khi gây sức ép đối với HĐQT và Ban Điều hành để thực hiện các thay đổi thực sự. Ví dụ CalPERS, một tổ chức các nhà đầu tư tổ chức quy mô lớn nhất và có ảnh hưởng lớn nhất tại Mỹ đã phát động một chiến dịch kêu gọi hủy niêm yết đối với các công ty có cổ phiếu đa quyền và đánh giá lại các khoản đầu tư vào các đợt IPO có phát hành cổ phiêu đa quyền.

4. **Các phương thức để thực hiện cơ chế cổ phiếu đa quyền**

4.1 Thông qua tái cơ cấu vốn

Trước khi Hoa kỳ ban hành đạo luật 19C-4, các công ty thường áp dụng cơ cấu cổ phiếu đa quyền thông qua việc tái cơ cấu vốn, đặc biệt thông qua phân phối cổ tức bằng cổ phiếu cho cổ đông (dividend sweetner). Với phương thức này, công ty có cổ phiếu đơn quyền, có thể tạo ra cổ phiếu mới với quyền bỏ phiếu ít hơn nhưng cổ tức cao hơn. Công ty cho phép các cổ đông hiện hữu được lựa chọn chuyển đổi từ cổ phiếu phổ thông sang loại cổ phiếu này. Đối với cổ đông thiểu số, không có đủ phiếu để quyền định, việc chuyển sang loại cổ phiếu mới sẽ có lợi cho họ và các cổ đông đa số sẽ nắm nhiều cổ phiếu có quyền bỏ phiếu cao hơn. Ví dụ năm 1984, BDM International đã cho phép cổ đông đổi một cổ phiếu hiện tại lấy 1,1 cổ phiếu loại A. Cổ phiếu loại A này có thể nhận cổ tức cao hơn 15% so với cổ phiếu thông thường nhưng chỉ nhận 0,1 phiếu biểu quyết và chỉ được phép bầu 25% thành viên HĐQT. Các cổ phiếu này cũng không được phép chuyển đổi sang cổ phiếu loại B là cổ phiếu có đầy đủ quyền biểu quyết và có thể lựa chọn 75% thành viên HĐQT. Ngoài ra, công ty cũng công bố trước vụ chuyển đổi là cổ phiếu loại B sẽ bị hủy niêm yết sau khi việc chuyển đổi thành công. Điều này càng gây áp lực đối với các cổ đông thiểu số để chuyển đổi sang cổ phiếu loại A.

Dividend sweetener cũng được sử dụng kết hợp với việc chuyển đổi cổ phiếu. Năm 1988, các cổ đông của Concord Fabrics đã thông qua một kế hoạch phát hành cổ phiếu loại A và B. Cổ phiếu loại A có cổ đông cao hơn, giá trị thanh khoản cao hơn nhưng chỉ được 1

quyền bỏ phiếu tương ứng với 1 cổ phiếu. Cổ phiếu loại B thì có 10 quyền biểu quyết đi kèm 1 cổ phiếu. Gia đình Weistein sử hữu 62% cổ phiếu nên nắm giữ toàn cổ phiếu loại B trong khi các cổ đông thiểu số đồng ý bán cổ phiếu loại B để lấy loại A. Điều này cho phép Concord Fabric tập trung quyền kiểm soát của các cổ đông thiểu số.

Một phương thức nữa là việc sử dụng thời gian sở hữu cổ phiếu để quyết định quyền biểu quyết. Các cổ đông sẽ được tập trung quyền và phân phối quyền biểu quyết dựa trên thời gian cổ đông sở hữu cổ phiếu. Năm 1985, các cổ đông của J.M Smucker đã thông qua một đề xuất cho phép các cổ đông nắm giữ 10 quyền biểu quyết/cổ phiếu với điều kiện họ đã nắm giữ cổ phiếu liên tục trong 4 năm. Với phương pháp này, mặc dù công ty không có 2 loại cổ phiếu nhưng lại có 2 loại cổ đông khác nhau.

4.2 Phát hành ra công chúng (IPO)

Sau khi đạo luật 19C-4 của Ủy ban chứng khoán Hoa Kỳ được ban hành thì các công ty muốn thực hiện cơ chế cổ phiếu đa quyền sẽ tiến hành phát hành rộng rãi ra công chúng (IPO) đối với cổ phiếu loại A (loại cổ phiếu có 1 quyền biểu quyết). Smart and Zutter 2008 cho thấy, 9,6% trong tổng số 2622 đợt IPO được tiến hành với cơ chế cổ phiếu đa quyền trong khoảng thời gian từ năm 1990 đến 1998. Hai công ty điển hình thực hiện cơ chế cổ phiếu đa quyền thông qua IPO là Google and Rosetta Stone Software.

4.3 Phát hành cổ phiếu thưởng

Ngoài ra, công ty cũng có thể thực hiện cơ chế cổ phiếu đa quyền bằng việc phát hành cổ tức bằng cổ phiếu thưởng. Ví dụ, năm 2015, tập đoàn Zillow phát hành cổ phiếu thưởng, cổ phiếu loại C (cổ phiếu không có quyền biểu quyết) cho các các cổ đông nắm giữ cổ phiếu loại A và B của công ty (trong đó, chỉ có các sáng lập viên của công ty mới được nắm giữ cổ phiếu loại B). Việc phát hành cổ phiếu loại C làm cổ phiếu thưởng nhằm thu hút tài năng cho công ty, khuyến khích người lao động, huy động thêm vốn mà không ảnh hưởng đến quyền kiểm soát của cổ đông loại A và B.

5. Khả năng áp dụng cơ chế cổ phiếu đa quyền tại Việt Nam

Theo luật Doanh nghiệp Việt Nam 2014, điều 113, ngoài cổ phiếu phổ thông thì còn có các loại cổ phiếu ưu đãi, trong đó có cổ phiếu ưu đãi biểu quyết. Đối với loại cổ phiếu ưu đãi biểu quyết, chỉ có tổ chức được chính phủ ủy quyền và cổ đông sáng lập được quyền nắm giữ và không được phép chuyển nhượng cho người khác. Ưu đãi này của cổ đông sáng lập cũng chỉ có hiệu lực trong vòng 3 năm, sau đó, sẽ chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông. Theo điều 116, cổ phiếu ưu đãi biểu quyết không được phép chuyển nhượng. Ngoài ra, đối với các cổ phiếu ưu đãi còn lại là cổ phiếu ưu đãi cổ tức và cổ phiếu ưu đãi hoàn lại, theo điều 117 và 118, các cổ phiếu này đều không có quyền biểu quyết, dự họp Đại hội đồng cổ đông, đề cử người vào Hội đồng quản trị và Ban kiểm soát. Mặt khác, đối với cổ phiếu phổ thông, theo điều 114, mỗi cổ phần phổ thông chỉ có một phiếu biểu quyết. Như vậy, về một khía cạnh nào đó, luật pháp Việt Nam cũng đã cho phép phát hành loại cổ phiếu có quyền biểu quyết khác biệt so với cổ phiếu phổ thông là cổ phiếu ưu đãi biểu quyết. Số quyền biểu quyết ưu đãi phụ thuộc vào từng công ty và quy định trong điều lệ công ty.

Tuy vậy, điểm khác biệt cơ bản của luật này với cách hiểu cơ chế cổ phiếu đa quyền trên thế giới là cổ phiếu ưu đãi biểu quyết theo quy định của Việt Nam không phải là cổ phiếu phổ thông, vì vậy không được phép niêm yết và chuyển nhượng. Cổ phiếu ưu đãi biểu quyết cũng chỉ có thời gian tồn tại hạn chế là 3 năm, sau đó phải chuyển sang cổ phiếu phổ thông. Đồng thời, đối với cổ phiếu phổ thông, Luật Doanh nghiệp Việt Nam cũng quy định "cứng" là một cổ phiếu phổ thông tương ứng với 1 quyền biểu quyết, do đó, một công ty không thể phát hành loại cổ phiếu phổ thông với quyền biểu quyết khác biệt so với loại cổ phiếu phổ thông mà luật pháp cho phép.

Gần đây, các cơ quan quản lý Nhà nước và giới đầu tư Việt Nam, cụ thể là Ủy bản chứng khoán Nhà nước Việt Nam cũng tính toán đến việc cho phép phát hành cổ phiếu phổ thông không có quyền biểu quyết (non-voting right share) với mục đích tăng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu tối đa cho nhà đầu tư nước ngoài vượt mức 49% như hiện nay cũng như cung cấp những sản phẩm mới trên thị trường chứng khoán. Sau khi được phát hành, cổ phiếu không có quyền biểu quyết có mã chứng khoán riêng, giao dịch riêng rẽ với cổ phiếu có quyền biểu quyết. Nội dung này cũng đã được đưa vào dự thảo Nghị định quy định một số điều kiện đầu tư kinh doanh chứng khoán. Tuy vậy, cũng còn nhiều mối lo ngại liên

quan đến loại cổ phiếu này như tính thanh khoản, hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, hệ thống kỹ thuật triển khai khi một công ty có nhiều hơn 1 mã chứng khoán niêm yết trên thị trườn**g…**

Tuy vậy, đứng trên góc độ của các doanh nghiệp và các chủ sở hữu, việc duy trì cơ chế cổ phiếu đa quyền vẫn mang lại một số lợi ích nhất định và ưu việt với một số loại hình doanh nghiệp đặc biệt. Do đó, về dài hạn, doanh nghiệp, các cổ đông nên là người quyết định có thực hiện cổ phiếu đa quyền hay không. Hay nói cách khác, luật pháp không nên quy định cứng nhắc về việc cổ phiếu phổ thông chỉ có một quyền biểu quyết. Về dài hạn theo quan điểm của tác giả, TTCK Việt Nam vẫn cần cân nhắc sự cần thiết của cơ chế cổ phiếu đa quyền thực thụ, bởi các lý do sau:

- Sự phát triển của làn sóng mua bán và sáp nhập, đặc biệt là các thương vụ thâu tóm thù địch trên TTCK dẫn đến một nhu cầu phòng vệ trước những đợt thâu tóm này, nhằm bảo vệ lợi ích của các cổ đông của công ty. Khi đó, cổ phiếu đa quyền sẽ là một trong những cách thức hiệu quả để thực hiện cơ chế phòng vệ này.
- Sự phát triển của các công ty có những nguồn tài nguyên đặc thù như công nghệ, truyền thông hoặc các công ty gia đình có nguyện vọng niêm yết trên thị trường chứng khoán để mở rộng quy mô nhưng không muốn mất đi quyền kiểm soát công ty. Thực tế đã cho thấy, thị trường chứng khoán Trung Quốc cũng mất đi những mã chứng khoán đình đám như Alibaba chỉ vì không cho phép phát hành cổ phiếu đa quyền. Do đó, trong tương lai xa, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng cần cân nhắc điều này để không làm mất đi sức hấp dẫn của thị trường.
- Cơ chế cổ phiếu đa quyền chỉ có thể thực hiện khi bản thân thị trường có được cơ chế bảo vệ tốt cho các cổ đông thiểu số như quyền tiếp cận thông tin, quyền triệu tập họp hội đồng cổ đông bất thường cũng như các quyền lợi khác đối với các cổ đông nắm giữ cổ phiếu có quyền biểu quyết hạn chế. Chỉ khi đó, mới có sự phát triển lành mạnh của cổ phiếu đa quyền trên thị trường. Do đó, chỉ nên phát triển cơ chế cổ phiếu đa quyền khi khung pháp luật về thị trường chứng khoán đã hoàn thiện, bảo vệ được lợi ích của các cổ đông thiểu số, đảm bảo sự cạnh tranh công bằng và lành mạnh trên thị trường. Các cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số như việc công bố thông tin về mối quan hệ giữa các cổ đông, đặc biệt là cổ đông nắm giữ nhiều quyền biểu quyết hơn, về ban điều hành và HĐQT trong

báo cáo thường niên và giữa năm, cho phép các cổ đông nắm giữ cổ phiếu ít quyền biểu quyết hơn vẫn có quyền phê duyệt hoặc phủ quyết một số quyết định quan trọng của công ty như thay đổi lĩnh vực kinh doanh, điều lệ công ty…, hạn chế việc phát hành cổ phiếu có nhiều quyền biểu quyết cho cổ đông sáng lập và ban điều hành công ty…

Điểm cuối cùng là các công ty có quyền lựa chọn loại cổ phiếu mà mình phát hành sau khi cân nhắc những ưu điểm và nhược điểm của từng loại cổ phiếu trên cơ sở có sự chấp thuận của các cổ đông đồng thời cũng có thể cân nhắc thay đổi nếu thấy không còn phù hợp. Đó cũng là điều mà thị trường chứng khoán cần hướng tới để đảm bảo tính cạnh tranh và phát triển bền vững.

Kết luận

Cơ chế cổ phiếu đa quyền mặc dù đã phát triển hơn một thế kỷ trên thế giới nhưng đối với Việt Nam vẫn còn khá xa lạ. Việc cân nhắc các lợi ích mà cơ chế này mang lại cũng như những rủi ro có thể gặp phải, việc nâng cao nhận thức và hiểu biết về cơ chế này cũng như cách thức triển khai cụ thể sẽ là những vấn đề tiếp tục được nghiên cứu tại Việt Nam. Tuy vậy, trước yêu cầu hội nhập kinh tế quốc tế, việc phát triển các loại sản phẩm mới trên thị trường chứng khoán nhằm thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia, tăng tính thanh khoản của thị trường, cũng như tạo ra một thị trường cho mua bán và sáp nhập được phát triển hoàn thiện, trong đó cả bên thâu tóm và bên bị thâu tóm đều được bảo vệ là xu thế không thể phủ nhận. Do đó, việc tiếp tục nghiên cứu về cơ chế cổ phiếu đa quyền tại Việt Nam sẽ là nhiệm vụ cần thiết của các học giả trong thời gian tới.

Tài liệu tham khảo

1. Alchian, A., and H. Demsetz, 1972, *Production, Information Costs and Economic Organization*, American Economic Review 62, 777-795.
2. B. Amoako-Adu, B.F. Smith, *Dual Class Firms: Capitalization, Ownership Structure and Recapitalization Back into Single Class*, 25 Journal of Banking & Finance, 1087. (2001).
3. Barclay, M., and C. Holderness, 1989, *Private benefits from control of public corporations*, Journal of Financial Economics 25, 371-395.

4. Bebchuk, L., R. Kraakman, and G. Triantis, 2000, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Rights*, Concentrated Corporate Ownership pp. 295-315.
5. Comment, R., and G.W. Schwert, 1995, *Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures*, Journal of Financial Economics 39, 3-43.
6. Daniel P. Cipollone, 2012, *Risky Business: A Review of Dual Class Share Structures in Canada and a Proposal for Reform*, Dalhousie Journal of Legal Studies , Vol 21
7. DeAngelo, H., and L. DeAngelo, 1985, *Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock*, Journal of Financial Economics 14, 33-69.
8. European Commission, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, supra note 63.
9. Fama, E.F., and M.C. Jensen, 1983, *Separation of ownership and control*, Journal of Jaw and Economics 26.
10. Fischel, Daniel R., 1987, *Organized exchanges and the regulation of dual class common stock*, The University of Chicago Law Review 54, 119-152.
11. Jarrell, G.A., and A.B. Poulsen, 1988, *Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence*, Journal of Financial Economics 20, 2.
12. Ji Li, Ph.D., *A Glance of Dual-Class Companies in the U.S.*, Department of Accounting and Finance California State University-Bakersfield.
13. Gilson, R.J., 1987, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, Virginia Law Review 73, 807-844.
14. Google, 2004, *Original S-1 Filing by Google*, Inc. dated April 29, 2004
15. Google, Inc., March 24, 2009 Form DEF 14A, via Edgar.
16. HOWELL, J. W., 2001, *The Value of Blockholder Liquidity and the Decision to Unify Share Classes*, available at: http://ssrn.com/abstract=1571760.

17. HOWELL, J. W., 2009, *Essays on the U.S. Dual-Class Share Structure*, A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of The University of Georgia in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, Athens, Georgia, available at: www.terry.uga.edu/finance/docs/howell_dual_class_share.pdf., Washington Law Review V. 54, 687–725.
18. Masulis, Ronald W., Cong Wang, and Fei Xie, 2009, *Agency Problems at Dual-Class Companies*, Journal of Finance 64, 1697-1727.
19. Rolf Skog, The European Union's Proposed Takeover Directive, *The "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, Stockholm Institute for Scandianvian Law 1957-2009.
20. Smart, S.B., R.S. Thirumalai, and C.J. Zutter, 2008, *What's in a vote? The short- and longrun impact of dual-class equity on IPO firm values*, Journal of Accounting and Economics45, 94-115.
21. Smart, S.B., and C.J. Zutter, 2003, *Control as a motivation for underpricing: a comparisonof dual and single-class IPOs*, Journal of Financial Economics 69, 85-110
22. Stevens, W.H., 1926, *Stockholders' voting rights and the centralization of voting control*, The Quarterly Journal of Economics 40, 353-392.
23. Stephen I. Glover and Aarthy S. Thamodaran, 2013, *Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structures*, Insights, Volume 27 Number 3, March 2013.
24. SELIGMAN J., 1986, *Equal protection in shareholder voting rights: The one common share, one vote controversy*.