

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG VÀ BẢO VỆ QUYỀN LỢI CỔ ĐÔNG THEO PHÁP LUẬT VIỆT NAM: THỰC TRẠNG VÀ KIẾN NGHỊ

● PHAN DUY HIỆP

Tóm tắt:

Xung đột lợi ích và quyền lợi cổ đông là câu chuyện hấp dẫn được khai thác bởi nhiều bài báo kể từ khi có thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo thời gian, các quy định pháp lý có sự điều chỉnh để đảm bảo quyền lợi của cổ đông, sự tiến bộ của thị trường chứng khoán, lợi ích của chính phủ và hội nhập với tiêu chuẩn quốc tế. Bài viết này nhằm mục đích phân tích lại thực trạng của chủ đề này và gợi mở một vài kiến nghị.

Từ khóa: xung đột lợi ích cổ đông, quyền lợi cổ đông, giao dịch chéo, quyền lợi cổ đông nhỏ, pha loãng cổ phiếu.

1. Khái niệm về xung đột lợi ích cổ đông và nhà quản lý trong công ty cổ phần

Ở Việt Nam, thị trường chứng khoán chính thức ra đời năm 2000 mở ra cho các nhà đầu tư và kinh doanh ở Việt Nam một sân chơi mới. Trải qua 2 đợt khủng hoảng năm 2008 và năm 2020, mô hình công ty cổ phần vẫn sôi động và gần như là kênh đầu tư huy động vốn quan trọng bậc nhất của Việt Nam. Trong cuốn sách Managerial finance của nhóm tác giả Eugene F.Brigham và tác giả Scott Besley có nhắc đến khái niệm “tối đa hóa lợi ích giá trị cổ đông” (long term value maximization). Đây là một khái niệm tài chính cơ bản của mọi nhà quản trị công ty cổ phần, là trách nhiệm và đạo đức của một nhà quản trị cần phải thể hiện.

Cũng trong cuốn sách này, các tác giả Eugene F.Brigham đưa ra khái niệm “agency problem”, đây là khái niệm kinh điển của tài chính doanh

nh nghiệp hay quản trị tài chính. Khái niệm này nói đến việc các nhà quản lý công ty có thể thực hiện các hoạt động nhằm đem lại lợi ích cho chính bản thân họ hoặc là nhóm lợi ích của họ hơn là mục tiêu tối đa hóa lợi ích hay giá trị dài hạn của toàn bộ cổ đông.

2. Quy định của pháp luật Việt Nam thông qua Luật Doanh nghiệp về bảo vệ quyền và lợi ích cổ đông

2.1. Luật Doanh nghiệp 2005

Luật Doanh nghiệp 2005 có đảm bảo những quyền cơ bản của cổ đông công ty cổ phần bao gồm:

Quyền đảm bảo các phương thức đăng ký, trong đó có việc cấp lại cổ phiếu theo đề nghị của cổ đông; Luật Doanh nghiệp cũ quy định 2 loại cổ phiếu ghi tên và không ghi tên, nhưng lại không phân định rõ quyền lợi của người sở hữu và

phương thức đăng ký quyền sở hữu.

Quyền chuyển nhượng cổ phần, trong đó cổ phần ưu đãi biểu quyết và cổ phần cổ đông sáng lập bị hạn chế chuyển nhượng 3 năm từ ngày đăng ký kinh doanh.

Quyền tiếp cận thông tin một cách kịp thời và thường xuyên trong đó ngoài việc hàng năm công ty phải báo cáo đến cổ đông bằng báo cáo thường niên bao gồm bảng cân đối kế toán, báo cáo thu nhập, báo cáo dòng tiền thì các biên bản họp hội đồng quản trị, nghị quyết hội đồng quản trị, báo cáo ban kiểm soát và báo cáo giữa năm thì chỉ cổ đông sở hữu trên 10% tỷ lệ cổ phần thì mới được yêu cầu trích lục.

Quyền bầu và bãi nhiệm thành viên hội đồng quản trị, trong đó cổ đông hoặc nhóm cổ đông có tỷ lệ sở hữu hơn 10% cổ phần và theo điều lệ của công ty có thể bầu cử người vào hội đồng quản trị.

Quyền phân phối lợi nhuận, trong đó hội đồng quản trị đề xuất mức cổ tức và quyết định thời gian và cách thức trả cổ tức.

2.2. Luật Doanh nghiệp sửa đổi 2014

Luật Doanh nghiệp sửa đổi năm 2014 có những điều chỉnh gây khó cho cổ đông nhỏ nhiều hơn.

Điều 124 Luật Doanh nghiệp 2014 loại bỏ qui định giám đốc và tổng giám đốc không được đồng thời làm giám đốc và tổng giám đốc của doanh nghiệp khác. Điều này tạo thêm cơ hội và sự dễ dàng để ban quản lý công ty thực hiện các quyền lực phục vụ cho lợi ích của riêng họ và nhóm lợi ích của họ đi ngược lại lợi ích cổ đông nhỏ.

Điều 141 Luật Doanh nghiệp giảm tỷ lệ tổ chức đại hội cổ đông và tổ chức lại từ 65%-51% thành 51%-33%.

Điều 144 Luật Doanh nghiệp đã điều chỉnh các tỷ lệ quyết định tiến hành đại hội cổ đông từ 65% xuống còn 51%; Nghị quyết về ủy quyền mua bán tài sản được thông qua từ 75% còn 65%; Nghị quyết khác thì xuống còn 51% theo đúng thông lệ quốc tế, là điểm tích cực nhưng lại làm khó quyền lợi cổ đông nhỏ.

Điều 189 Luật Doanh nghiệp 2014 bổ sung qui định tỷ lệ hạn chế sở hữu chéo công ty mẹ và công ty con là một điểm sáng không chỉ cho quản lý nhà nước mà cũng là lợi ích của cổ đông nhỏ.

2.3. Luật Doanh nghiệp sửa đổi 2020

Điều 115 Luật Doanh nghiệp mới nhất 2020 là điểm rất đáng lưu ý về việc bảo vệ quyền và lợi ích của cổ đông nhỏ. Điều này cho phép cổ đông hoặc là nhóm cổ đông sở hữu 5%, hoặc một tỷ lệ thấp hơn theo qui định điều lệ công ty được quyền yêu cầu trích lục các thông tin như: biên bản họp, nghị quyết, quyết định hội đồng quản trị và báo cáo tài chính giữa năm. Nhóm này cũng có quyền yêu cầu ban kiểm soát kiểm tra cụ thể các vấn đề liên quan đến quản lý và hoạt động điều hành của công ty và cuối cùng là yêu cầu triệu tập đại hội cổ đông bất thường. Những quyền được qui định này mở ra khả năng cho các cổ đông nhỏ giám sát tốt hơn quyền lợi của mình và làm rắc rối các hoạt động điều hành phục vụ cho lợi ích nhóm.

3. Thực tiễn xung đột lợi ích cổ đông nhỏ và nhà quản lý công ty cổ phần

3.1. Cơ cấu cổ đông phổ biến ở các công ty cổ phần

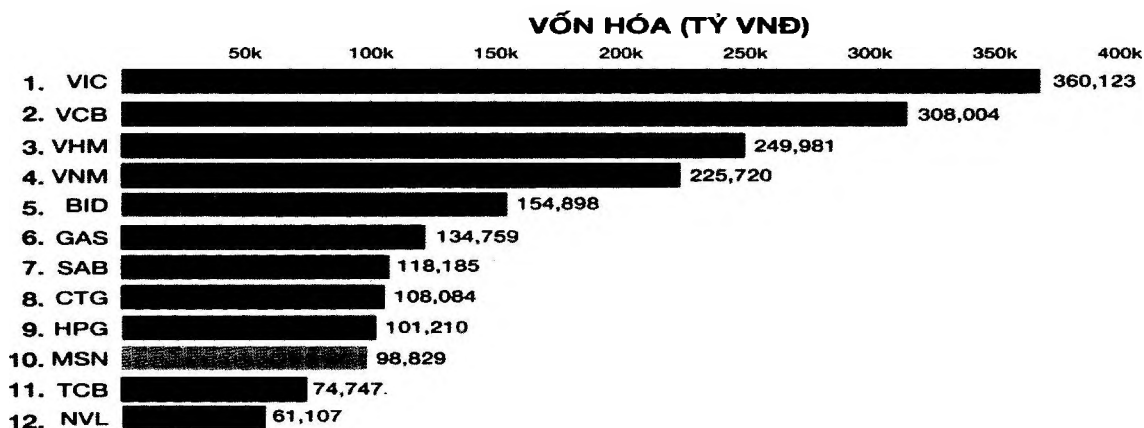
Phần lớn các công ty cổ phần ở Việt Nam có cơ cấu sở hữu bị chi phối bởi nhóm lợi ích. Dưới đây là thống kê cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam. (Hình 1, Hình 2)

Tập đoàn Vingroup với mã chứng khoán là VIC hiện là công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất trên sàn chứng khoán Việt Nam. Mặc dù, vốn hóa gần 400.000 tỷ Việt Nam đồng, nhưng VIC vẫn có cơ cấu cổ đông đặc thù ở Việt Nam, đó là một vài cá nhân và tổ chức có liên quan chiếm tỷ lệ chi phối. Trong trường hợp của VIC là 78%.

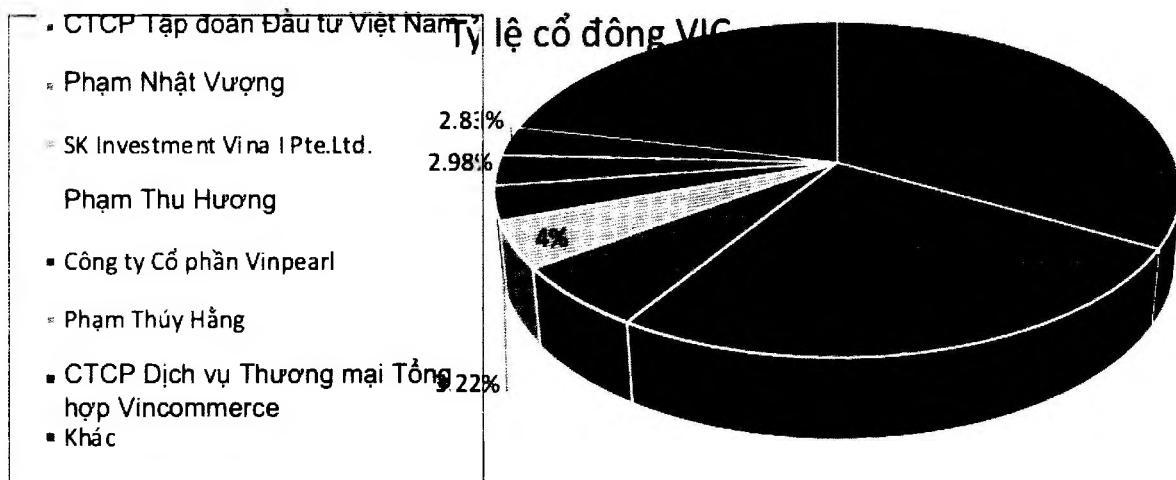
3.2. Xung đột lợi ích giữa các cổ đông

Thực tế cho thấy, các công ty cổ phần đại chúng trên thế giới và Việt Nam nếu còn tình trạng một bộ phận cổ đông lớn chi phối và nắm giữ phần lớn cổ phần thì sự xung đột còn xảy ra giữa các cổ đông lớn với nhau. Các cổ đông nhỏ lẻ sẽ là người chịu nhiều thiệt thòi nhất. Các công ty đại chúng này có vẻ không có mục tiêu tối đa hóa giá trị của toàn bộ cổ đông mà thường diễn ra từ lợi ích nhóm. Những cổ đông thật sự lớn nhưng không chi phối cũng cảm thấy lợi ích không được đảm bảo và có thể sẽ phát động những cuộc chiến proxy. (Proxy là sự kiện xảy ra khi cổ đông của

Hình 1: Doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam



Hình 2: Cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam



một công ty phân đôi lại một số quy định trong điều hành doanh nghiệp, thường tập trung vào đội ngũ quản lý và giám đốc).

3.3. Công ty lỗ lũy kế và pha loãng cổ phiếu

Một trong những ví dụ điển hình cho việc quyền lợi cổ đông nhỏ bị thiệt thòi chính là tình trạng các công ty kinh doanh không tốt gây lỗ lũy kế nhiều năm. Hậu quả là cổ phiếu mất giá nhiều khiến các cổ đông nhỏ không thể bán hoặc bị ép bán với giá gần như mất trắng. Sau một thời gian

dài, một vài công ty trụ được do được mua lại bởi nhóm cổ đông lớn bên ngoài bắt đầu có lợi nhuận thì cổ đông lớn này lại tiến hành giữ lại thu nhập để tái đầu tư, thậm chí còn tổ chức phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn. Trong khi đó, giá cổ phiếu chưa tăng được bao nhiêu, cổ tức không được nhận và quyền lợi về tỷ lệ chia cổ tức trong tương lai thì bị pha loãng.

4. Một số kiến nghị về bảo vệ quyền lợi cổ đông nhỏ trong các công ty cổ phần

Một là, quan tâm hơn đến việc điều chỉnh các qui định pháp luật liên quan đến quyền lợi cổ đông, đặc biệt là cổ đông nhỏ trong các công ty cổ phần. Các qui định khác biệt ở mỗi quốc gia vốn là rào cản của một xu hướng môi trường pháp lý kinh doanh chung đang dần được các quốc gia cố gắng điều chỉnh. Chuẩn mực kế toán của Mỹ GAAP đã cố gắng loại bỏ các khác biệt với chuẩn mực kế toán quốc tế do EU đề xuất FASB và IFRS là một ví dụ dễ thấy cho việc các nước muốn thống nhất các qui định pháp lý mang tính quốc tế toàn cầu. Trong đó, các qui định để đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư rất chặt chẽ sau những vụ phá sản của các tập đoàn lớn ở Mỹ và trên thế giới làm mất toàn bộ tài sản của nhà đầu tư.

Trong thời gian tới, các văn bản pháp luật liên quan đến quyền lợi cổ đông và nhà đầu tư cần được điều chỉnh tuân theo các chuẩn mực của quốc tế để quyền lợi của cổ đông được đảm bảo hơn.

Hai là, để theo đúng thông lệ quốc tế, tỷ lệ thông qua nghị quyết được điều chỉnh xuống còn 65% cho việc mua bán tài sản giá trị lớn hơn 30% và 51% cho các nghị quyết khác vô tình khiến những quyết định bất lợi cho cổ đông nhỏ thêm nặng nề. Thiết nghĩ, nên có những chế tài thật

nặng cả về xử phạt hành chính và hình sự đối với những những quyết định gây hại cho cổ đông nhỏ nhằm răn đe các hành vi gây bất lợi cho cổ đông nhỏ. Môi trường pháp lý kinh doanh Việt Nam cần thiết hội nhập sâu rộng với quốc tế, nhưng cũng cần điều chỉnh qui định nội bộ, hoặc sớm áp dụng toàn bộ các qui định pháp lý khác liên quan để đảm bảo quyền lợi của cổ đông nhỏ.

Ba là, Nghị định số 20/2017/NĐ-CP về quản lý thuế với các giao dịch có liên kết cũng sẽ là một công cụ giúp bảo vệ quyền lợi của cổ đông nhỏ. Các cổ đông hoặc nhóm cổ đông lớn thường tận dụng sự thao túng quyền quản lý công ty để thực hiện các giao dịch mua bán; cho vay hoặc vay mượn nhằm mang lại lợi ích cá nhân hoặc nhóm của mình. Việc này không chỉ ảnh hưởng đến quyền lợi của cổ đông nhỏ mà còn lại thất thu khoản thuế lớn của Chính phủ.

Bốn là, quyền phân phối lợi nhuận là quyền ảnh hưởng trực tiếp nặng nề nhất đến các cổ đông nhỏ. Nếu hội đồng quản trị phục vụ cho lợi ích nhóm riêng thì cổ tức sẽ mãi không bao giờ đến được với cổ đông nhỏ. Pháp luật cần qui định chặt chẽ về một tỷ lệ cổ tức bắt buộc, thời gian và cách thức bắt buộc nếu công ty có lợi nhuận■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Scott Besley, Eugene F. Brigham. (2008). *Essentials of managerial finance 14 th edition*. USA: South-Western College Pub.
2. Quốc hội (2005), *Luật Doanh nghiệp sửa đổi bổ sung*.
3. Quốc hội (2014), *Luật Doanh nghiệp sửa đổi bổ sung*.
4. Quốc hội (2020), *Luật Doanh nghiệp sửa đổi bổ sung*.
5. Võ Đình Trí (2020). Doanh nghiệp không thể lớn khi cổ đông nhỏ bị lép. <http://tapchitaichinh.vn/nguyen-cuu-trao-doi/doanh-nghiep-khong-the-lon-khi-co-dong-nho-bi-lep-325048.html>.
6. Nguyễn Thị Dung, Nguyễn Như Chính (2016). Bảo đảm quyền lợi của cổ đông công ty cổ phần theo các nguyên tắc quản trị công ty của OECD. <https://ipiclav.vn/bao-dam-quyen-loi-cua-co-dong-cong-ty-co-phan-theo-cac-nguyen-tac-quan-tri-cong-ty-cua-oecd>.
7. Nguyễn Thị Hạnh (2019). Những điểm mới của Luật Doanh nghiệp 2014 ? <https://luatminhkhue.vn/diem-moi-cua-luat-doanh-nghiep-2014-.aspx>.
8. Lê Minh Trường (2020). Những điểm mới quan trọng trong Luật Doanh nghiệp 2020?. <https://luatminhkhue.vn/nhung-thay-doi-quan-trong-trong-luat-doanh-nghiep-2020-.aspx>.
9. Bảo Bảo. (2020). Căng thẳng "cuộc chiến" giữa các cổ đông lớn tại Coteccons. <https://laodong.vn/kinh-te/cang-thang-cuoc-chien-giua-cac-co-dong-lon-tai-coteccons-809776.ldo>.
10. Nguyễn Thị Cảnh, Nguyễn Anh Phong (2019). *Quản trị Tài chính*, trang 17. Nxb Hồng Đức, Hà Nội.

Ngày nhận bài: 3/4/2021

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 19/4/2021

Ngày chấp nhận đăng bài: 3/5/2021

Thông tin tác giả:

ThS. Phan Duy Hiệp

Khoa Quản trị Kinh doanh - Trường Đại học Văn Lang

**SHAREHOLDER CONFLICT OF INTEREST
AND THE PROTECTION OF SHAREHOLDER INTERESTS IN
VIETNAM'S REGULATIONS:
CURRENT SITUATION AND RECOMMENDATIONS**

● Master **PHAN DUY HIEP**

Faculty of Business Administration, Van Lang University

ABSTRACT:

Shareholder conflict of interest is a hot topic which has been explored by many articles since the introduction of Vietnam's stock market. Over time, Vietnam's regulations have been adjusted and strengthened to protect the interests of shareholders. In addition, the stock market has growth and has met international standards. This paper analyze the shareholder conflict of interest and proposes some recommendations to this issue.

Keywords: shareholder conflict of interest, interests of shareholders, cross trade, interests of small shareholders, share dilution.