



BẢO VỆ CỔ ĐÔNG NHỎ, ĐẢM BẢO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN HOẠT ĐỘNG HIỆU QUẢ, MINH BẠCH

ThS. DƯƠNG THANH HẢI – Bộ Tài chính

Việt Nam đã được quốc tế đánh giá là một quốc gia có nhiều cải thiện về bảo vệ quyền cho cổ đông nhưng thực tế hiện nay cho thấy, các doanh nghiệp Việt Nam vẫn chưa nhận thức đầy đủ cũng như chưa thực sự tuân thủ các quy định pháp lý và các nguyên tắc quản trị công ty tốt trong việc bảo vệ cổ đông, nhất là đối với cổ đông nhỏ. Đây là khoảng trống cần sớm được lấp đầy trong vấn đề bảo vệ quyền lợi cho cổ đông nhỏ ở Việt Nam hiện nay.

Từ khóa: Thị trường tài chính, thị trường chứng khoán, nhà đầu tư, cổ đông, doanh nghiệp

Despite being appreciated internationally as a country in terms of significant improvement in protecting the rights of stock holders, Vietnam's businesses have practically not been recognizable and obedient with regulations of company administration in terms of protecting the rights of small stake holders. This is a large gap that needs to be filled in Vietnam.

Keywords: Financial market, stock market, investors, shareholders, enterprise

Ngày nhận bài: 1/4/2017

Ngày chuyển phản biện: 4/4/2017

Ngày nhận phản biện: 2/5/2017

Ngày chấp nhận đăng: 4/5/2017

Khái niệm và vị thế của cổ đông nhỏ, cổ đông thiểu số

Khảo sát cho thấy, hiện nay Việt Nam chưa có một văn bản pháp lý nào quy định cụ thể về khái niệm cổ đông nhỏ lẻ hay còn gọi là cổ đông thiểu số. Nói cách khác, cổ đông nhỏ, là cổ đông góp vốn vào doanh nghiệp (DN) với một tỷ lệ nhỏ. Khoản 2 Điều 4 Luật DN 2014 cũng chỉ đưa ra khái niệm về cổ đông nói chung như: Cổ đông là cá nhân, tổ chức sở hữu ít nhất một cổ phần của công ty cổ phần. Riêng trong Luật Chứng khoán 2006, mặc dù không có quy định nào về khái niệm cổ đông nhỏ nhưng

lại có quy định về cổ đông lớn (tại khoản 6 Điều 9): “Cổ đông lớn là cổ đông sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ 5% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành”. Như vậy, cổ đông nhỏ được hiểu là những cổ đông/nhóm cổ đông sở hữu ít cổ phần hơn so với những cổ đông/nhóm cổ đông khác, vì thế họ ở vị thế bất lợi hơn trong việc biểu quyết các vấn đề của công ty cổ phần.

Trong khi đó, tại một số quốc gia, khái niệm cổ đông nhỏ được quy định rõ ràng trong các văn bản quy phạm pháp luật. Đơn cử tại Mỹ, Luật Chứng khoán nước này quy định, các cổ đông thiểu số là các cổ đông nắm giữ ít hơn 50% tổng số cổ phiếu của một công ty và không có quyền kiểm soát, không có tiếng nói thực sự trong hoạt động của công ty. Nghiên cứu của Bertrand et al (2008) cũng chỉ ra rằng, tại Mỹ, các NĐT cá nhân chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu cổ đông của các công ty niêm yết, trong khi sở hữu gia đình hoặc tổ chức tài chính chỉ chiếm khoảng 18%. Do đó, các NĐT cá nhân đóng vai trò quan trọng trong việc gia tăng quy mô của DN, đồng thời tạo nên sự tách bạch rõ ràng giữa vai trò sở hữu và quản lý của các công ty tại Mỹ.

Đảm bảo sự công bằng hướng tới mục tiêu phải bảo vệ quyền lợi của các cổ đông, đặc biệt là cổ đông nhỏ lẻ và cổ đông nước ngoài là một trong những nguyên tắc chính đã được Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) đưa ra trong Bộ Nguyên tắc Quản trị công ty của OECD năm 2015. Theo đó, mọi cổ đông phải được đối xử bình đẳng, được cung cấp thông tin về các quyền của cổ đông gắn với từng loại cổ phần và cổ đông có cùng loại cổ phần phải có quyền bình đẳng như nhau.

Tuy nhiên, tại Việt Nam, kết quả đánh giá về công bố thông tin và minh bạch năm 2016 về DN niêm



yết của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) cho thấy, chỉ có 5,8% DN niêm yết trên HNX hiểu rõ được điều này và áp dụng chuẩn mực quốc tế khi xây dựng và công bố báo cáo tài chính (BCTC). Báo cáo công bố thông tin và minh bạch năm 2016 cho thấy, mặc dù điểm công bố thông tin và minh bạch năm 2016 tăng 0,5% so với năm 2015, nhưng xét trên phương diện bảo vệ quyền của cổ đông cho thấy, nhiều DN Việt Nam hiện nay vẫn chưa quan tâm thực hiện đầy đủ các quy định luật pháp cũng như các nguyên tắc quản trị công ty tốt về bảo vệ cổ đông, nhất là đối với cổ đông nhỏ và cổ đông là NĐT nước ngoài. Các DN niêm yết trên HNX năm 2016 đã có sự tiến bộ trong việc thực hiện nguyên tắc A (Quyền cổ đông) nhưng thực hiện nguyên tắc B (Đối xử bình đẳng với cổ đông) lại có điểm số thấp hơn năm 2015. Ngoài ra, các DN niêm yết tập trung nhiều hơn vào thực hiện các tiêu chí tuân thủ, việc thực thi các tiêu chí mang tính thông lệ vẫn còn thấp và có xu hướng giảm đi so với năm 2015 (xem Bảng 1).

Nhìn chung, các DN niêm yết trên HNX trong năm 2016 đã có sự tiến bộ trong việc tổ chức đại hội đồng cổ đông. Cụ thể, có 91% DN niêm yết tạo điều kiện thuận lợi cho cổ đông thực hiện biểu quyết từng nội dung họp, 84% DN niêm yết thông qua mức cổ tức cho năm 2015 và 70% DN niêm yết thông qua kế hoạch cổ tức cho năm 2016 tại cuộc họp đại hội đồng cổ đông. Ngoài ra, có 69% DN niêm yết cung cấp: (1) Hướng dẫn ủy quyền đại diện tham dự họp trong bộ tài liệu thông báo mời họp; kèm theo (2) Biểu mẫu ủy quyền, hoặc đường dẫn/hướng dẫn truy cập mẫu ủy quyền trên trang thông tin điện tử (Website) của DN.

Xét ở góc độ đối xử bình đẳng với cổ đông cũng như đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông là NĐT nước ngoài, báo cáo của HNX cho thấy, có tới 93% DN niêm yết trên chưa công bố BCTC bằng tiếng

Anh; 96% trang thông tin điện tử (website) của DN chưa công bố Giấy mời họp và Chương trình họp đại hội đồng cổ đông bằng tiếng Anh và có tới 99% DN niêm yết chưa công bố Nghị quyết và Biên bản đại hội đồng cổ đông bằng tiếng Anh. Trong khi, ở một số quốc gia và vùng lãnh thổ như Singapore, Thái Lan, Malaysia, Đài Loan... đều đã quy định DN công bố các báo cáo định kỳ như BCTC và báo cáo thường niên bằng tiếng Anh song song với phiên bản tiếng bản địa.

Báo cáo của HNX cũng cho thấy, chỉ 62% DN niêm yết trên HNX có chính sách cho phép cổ đông phê duyệt các giao dịch với các bên liên quan. Các thông tin về các loại cổ phần kèm theo quyền lợi và nghĩa vụ của cổ đông sở hữu các loại cổ phần này được thể hiện đầy đủ trong Điều lệ của 67% DN niêm yết được đánh giá. Bên cạnh đó, chỉ có 2,6% DN niêm yết trên HNX có quy định mức sở hữu tối thiểu để kiến nghị vấn đề đưa vào chương trình họp là dưới 5% tổng số cổ phiếu có quyền biểu quyết và có khoảng 75% DN niêm yết trên HNX đề cập đến quyền gộp số quyền biểu quyết để đề cử ứng viên hội đồng quản trị. Nhìn chung, quyền lợi thực sự của các cổ đông nhỏ trong các DN còn hạn chế.

Kết quả điều tra của một nhóm chuyên gia thực hiện năm 2015 cũng cho thấy, chỉ số khiếu kiện của các cổ đông (thuận lợi khi khiếu kiện, đòi quyền lợi) tại Việt Nam thấp nhất trong khu vực: Trung Quốc (4); Indonesia (2); Lào (3); Malaysia (7); Philipines (7); Thái Lan (6); Châu Á – Thái Bình Dương (6,4); OECD (7,2), Việt Nam (1). Như vậy, có thể thấy các DN ở Việt Nam hiện nay vẫn chưa thực sự quan tâm đầy đủ đến việc thực thi các quy định pháp lý cũng như nâng cao nhận thức về bảo vệ cổ đông và đảm bảo đối xử bình đẳng giữa các cổ đông, đặc biệt là các cổ đông nhỏ và cổ đông là NĐT nước ngoài.

Bảo đảm quyền và lợi ích chính đáng của các cổ đông nhỏ

Để khắc phục được những hạn chế mà Luật DN 2005 mắc phải, Luật DN 2014 đã có những sửa đổi, bổ sung đáng kể liên quan đến việc bảo vệ quyền lợi của cổ đông thiểu số tất cả đều chưa giải quyết triệt để. Chẳng hạn, Luật DN 2014 đã cho phép các hình thức tham dự đại hội đồng cổ đông đa dạng hơn như: Công nhận phiếu bầu điện tử E-Voting, bỏ phiếu từ xa...

Luật định là vậy nhưng thực tế vẫn chưa có DN Việt Nam nào áp dụng cơ chế E-Voting trong quá trình tổ chức đại hội đồng cổ đông nhằm đảm bảo cho các cổ đông, đặc biệt là các cổ đông nhỏ lẻ và cổ đông là NĐT nước ngoài, đều có khả năng thực hiện quyền

BẢNG 1: CHƯƠNG TRÌNH ĐÁNH GIÁ CHẤT LƯỢNG CÔNG BỐ THÔNG TIN VÀ MINH BẠCH NĂM 2015 VÀ 2016

	Năm 2015		Năm 2016	
	Chung	HNX30	Chung	HNX30
Tổng điểm	50,8	56,9	51,3	55,5
A. Quyền cổ đông	7,6	8,5	9,0	9,3
B. Đối xử công bằng với cổ đông	9,1	10,5	8,5	8,5
C. Các bên có quyền lợi liên quan	1,4	2,1	1,9	2,3
D. Công bố thông tin & minh bạch	18,9	20,2	19,0	20,6
E. Trách nhiệm của HĐQT và BKS	13,9	15,6	13,0	14,8
Thông lệ	13,0	15,2	12,3	13,0
Tuân thủ	41,4	44,7	42,9	46,8

Nguồn: Báo cáo kết quả chương trình đánh giá chất lượng công bố thông tin và minh bạch cho các DN niêm yết trên HNX 2015 - 2016



cũng như được thuận tiện tham dự đại hội đồng cổ của DN. Có nhiều nguyên nhân khiến các công ty đại chúng “chưa mặn mà” áp dụng cơ chế E-Voting cho cuộc họp đại hội đồng cổ, trong đó có thể kể đến 4 nguyên nhân chính sau:

(i) Do công ty chưa kịp bổ sung phương thức họp này vào Điều lệ Công ty hoặc Quy chế Quản trị công ty;
(ii) Do việc áp dụng cơ chế E-Voting sẽ làm phát sinh chi phí phải đầu tư hệ thống công nghệ thông tin;
(iii) Do lo ngại về bảo mật, an toàn thông tin cho công ty đại chúng và cổ đông khi sử dụng phương thức này;

(iv) Lo ngại về liệu tất cả các cổ đông đều có thể tiếp cận được với công nghệ thông tin để thực hiện các thao tác biểu quyết, thực hiện quyền của mình nhằm mang lại thành công của đại hội đồng cổ đông qua hình thức E-Voting hay không?

Số liệu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cho thấy, tính đến hết tháng 2/2017, trong 1.740.774 tài khoản của nhà đầu tư, có tới 1.713.590 tài khoản của nhà đầu tư cá nhân trong nước và 17.065 tài khoản của nhà đầu tư cá nhân nước ngoài.

Nhằm giúp cổ đông nhỏ lẻ đảm bảo được quyền và lợi ích của mình, bên cạnh việc tiếp tục hoàn thiện khung khổ pháp lý, thời gian tới cơ quan quản lý cũng cần tăng cường đẩy mạnh thông tin tuyên truyền và phổ biến văn bản pháp luật; Có các giải pháp, chính sách nhằm khuyến khích DN nâng cao chất lượng quản trị công ty; Cần có cơ chế khuyến khích các cổ đông thực hiện quyền và nghĩa vụ của mình; Nghiên cứu thành lập một đơn vị độc lập theo mô hình trung tâm bảo vệ NĐT để trực tiếp hỗ trợ NĐT trong việc thực hiện quyền của mình và nâng cao tính hiệu quả của “cơ chế cưỡng chế thực thi mềm” trên thị trường chứng khoán.

- *Về phía DN, bản thân các DN:* Cần nâng cao chất lượng quản trị công ty thông qua việc áp dụng các quy tắc, chuẩn mực quản trị công ty tốt theo thông lệ quốc tế; Tạo điều kiện cho cổ đông tiếp cận thông tin công bố và nhận các thông tin trọng yếu của DN; Tăng cường công bố thông tin bằng tiếng Việt và tiếng Anh; cập nhật thường xuyên trên website của công ty; Tạo điều kiện cho cổ đông thiểu số và NĐT nước ngoài thực hiện quyền của họ thông qua việc cung cấp tài liệu họp đại hội đồng cổ đông và các báo cáo bằng tiếng Việt và tiếng Anh; Áp dụng các phương pháp tổ chức đại hội đồng cổ đông khác nhau như: E-Voting, họp đại hội đồng cổ đông trực tuyến, từ xa... để cổ đông có thể tiếp cận thông tin

thuận tiện, nhanh chóng cũng như nâng cao khả năng thực hiện quyền của cổ đông.

- *Về phía cổ đông:* Cần nâng cao nhận thức và hiểu biết về quyền lợi của mình được quy định trong luật để có thể thực hiện và bảo vệ quyền lợi chính đáng của mình. Cần xóa bỏ tâm lý nể nang, ngại va chạm, ngại khiếu kiện để lên tiếng đưa ra các đề xuất, nguyện vọng hoặc mạnh dạn khiếu kiện lên cấp có thẩm quyền nhằm bảo vệ tài sản của mình khi đầu tư vào công ty trong những trường hợp cần thiết.

Được biết, dự thảo Nghị định về quản trị công ty đã quy định cụ thể về quyền lợi của các cổ đông trong công ty. Theo đó, cổ đông có quyền tham gia các cuộc họp đại hội đồng cổ đông; Có thể tham gia bỏ phiếu biểu quyết trực tiếp hoặc ủy quyền, hoặc thực hiện bỏ phiếu từ xa. Bên cạnh đó, các cổ đông cũng có quyền được ưu tiên mua cổ phần mới phát hành chào bán tương ứng với tỷ lệ sở hữu của mình. Điều này đảm bảo cho các cổ đông hiện hữu được giữ nguyên tỷ lệ sở hữu của mình trong công ty, tránh hiện tượng pha loãng cổ phiếu khi công ty phát hành mới.

Ngoài ra, dự thảo Nghị định về quản trị công ty cũng quy định cụ thể các điều luật bảo vệ cổ đông thiểu số như: Cổ đông lớn không được lợi dụng ưu thế của mình gây tổn hại đến các quyền, lợi ích của các cổ đông khác; Phải công bố thông tin theo quy định của pháp luật; Các giao dịch của cổ đông lớn cũng bắt buộc phải thông báo thường xuyên trên các phương tiện thông tin đại chúng.

Tóm lại, sau gần 17 năm phát triển, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những đóng góp đáng kể cho sự phát triển của các DN và nền kinh tế. Tuy nhiên, khác với các thị trường chứng khoán phát triển trên thế giới, cơ cấu NĐT trên thị trường chứng khoán Việt Nam chủ yếu là NĐT cá nhân. Số liệu thống kê của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cho thấy, tính đến hết tháng 2/2017, trong 1.740.774 tài khoản của NĐT, có tới 1.713.590 tài khoản của NĐT cá nhân trong nước và 17.065 tài khoản của NĐT cá nhân nước ngoài. Như vậy, bảo vệ NĐT là các cổ đông thiểu số sẽ góp phần đảm bảo thị trường chứng khoán, thị trường tài chính hoạt động hiệu quả, minh bạch, thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước. 

Tài liệu tham khảo:

1. HNX, Báo cáo Công bố thông tin và minh bạch cho các DN niêm yết trên HNX năm 2016;
2. Phạm Tiến Mạnh, Cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số-góc nhìn từ quản trị công ty tại một số quốc gia và gợi ý cho Việt Nam, Tạp chí Chứng khoán, tháng 4/2017;
3. Luật DN 2014; Luật Chứng khoán...