

CỔ PHIẾU ĐA TẦNG: CƠ SỞ LÝ LUẬN, XU THẾ PHÁT TRIỂN TOÀN CẦU VÀ KHẢ NĂNG ÁP DỤNG TẠI VIỆT NAM

Hoàng Bảo Ngọc¹, Nguyễn Thị Hạnh²

Tóm tắt

Cổ phiếu đa tầng (dual-class shares) xuất hiện trên thế giới từ thế kỷ XIX tại các thị trường tài chính phát triển và đang tiếp tục lan rộng tới các thị trường tài chính trên toàn cầu. Kể từ khi xuất hiện, cổ phiếu đa tầng đã và đang trở thành một trong những vấn đề gây tranh cãi nhất trong thị trường vốn, thu hút sự quan tâm của không chỉ các nhà nghiên cứu, các nhà quản trị mà cả các nhà hoạch định chính sách. Tại Việt Nam, khái niệm “cổ phiếu đa tầng” còn khá mới mẻ và thuật ngữ này cũng chưa được đề cập trong các văn bản pháp luật hiện nay. Do đó, việc nghiên cứu về công cụ tài chính này ngày càng trở nên cấp thiết, đặc biệt trong bối cảnh hội nhập kinh tế và quốc tế hóa thị trường tài chính như hiện nay. Nghiên cứu này nhằm làm rõ nội hàm khái niệm, xem xét các khía cạnh lợi ích và rủi ro của cổ phiếu đa tầng, đồng thời phân tích lịch sử và xu thế phát triển trên toàn cầu, từ đó tác giả rút ra những hàm ý về tính phù hợp cũng như điều kiện áp dụng cổ phiếu đa tầng ở Việt Nam.

Keywords: *Cổ phiếu đa tầng, cổ phiếu kép, phát triển toàn cầu, mua bán và sáp nhập, thu tóm, thị trường chứng khoán Việt Nam.*

DUAL-CLASS SHARES: THEORETICAL BASIS, GLOBAL DEVELOPMENT TREND AND APPLICABILITY IN VIETNAM

Abstract

Dual-class shares have appeared worldwide since the 19th century in developed financial markets and are increasingly spreading to financial markets globally. Since their inception, dual-class shares have become one of the most contentious issues in the capital market, attracting the attention of not only researchers, managers, but also policymakers. In Vietnam, the concept of "dual-class shares" is relatively new, and this term is not mentioned in current legal documents. Hence, conducting research on this financial tool is progressively imperative, particularly within the current landscape of economic integration and the globalization of financial markets. This study aims to clarify the concept, examine the benefits and risks of dual-class shares, analyze its history and global development trends, and draw implications on the suitability and conditions for applying dual-class shares in Vietnam.

Từ khóa: *Dual-class shares, dual stocks, global development, mergers and acquisitions (M&A), takeovers, Vietnam Stock Exchange.*

JEL classification: D53, F, F21, G11, G15.

1. Đặt vấn đề

Cổ phiếu đa tầng (CPĐT) đã xuất hiện trên thế giới từ thế kỷ XIX tại một số nước phát triển như Bắc Âu, Tây Âu và Châu Mỹ như là một biện pháp phòng thủ chống thu tóm thù địch trên thị trường chứng khoán (TTCK). Từ cuối những năm 1980, một số lượng đáng kể các công ty niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán ở châu Âu, như Sở giao dịch chứng khoán Stockholm và Sở giao dịch chứng khoán Milan, đã bắt đầu phát

hành cổ phiếu đa tầng (Hauser và Lauterbach, 2003). Theo nghiên cứu của Ji và Hwang (2018), mặc dù sự tồn tại của CPĐT gây nhiều tranh cãi nhất trong giới đầu tư cũng như các nhà nghiên cứu, song chính nhờ những tính năng đặc trưng của nó khiến cho xu hướng này tiếp tục diễn ra khi nhiều công ty nổi tiếng lựa chọn cơ cấu cổ phiếu đa tầng trong những năm gần đây. Cùng với đó, các số liệu thống kê về chào bán và phát hành CPĐT từ báo cáo của University of Florida cho

thấy riêng năm 2023 có 29.5% trong tổng số các đợt IPO tại Mỹ là từ các công ty sử dụng cơ chế CPĐT – con số có xu hướng tăng dần trong các năm vừa qua (Jay R. Ritter Cordell, 2024).

Tại Việt Nam, khái niệm “Cổ phiếu đa tầng” còn khá mới mẻ khi các nghiên cứu học thuật về chủ đề này cũng còn rất hạn chế và thuật ngữ này cũng chưa được đề cập trong các văn bản pháp luật hiện nay. Trên thực tiễn, cơ chế cổ phiếu kép cũng chưa được triển khai trên thị trường. Trong khi đó, đứng trước thực tế rằng công cụ tài chính này đang ngày càng phát triển và lan rộng trên thế giới cùng với bối cảnh hội nhập kinh tế khiến cho việc nghiên cứu về cổ phiếu đa tầng và khả năng áp dụng tại Việt Nam càng trở nên cấp thiết không chỉ ở góc độ học thuật, mà còn thiết thực với thực tiễn hiện nay. Đứng trên góc độ các doanh nghiệp, cổ phiếu đa tầng đã và đang tiếp tục nhận được sự quan tâm của các nhà quản lý doanh nghiệp tại khắp các quốc gia trên thế giới khi nó vừa là công cụ tài chính vừa giúp các doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường nhưng vẫn có thể duy trì quyền kiểm soát doanh nghiệp. Tháng 8/2023 vừa qua, VNG Limited – startup công nghệ của Việt Nam – đã nộp hồ sơ đăng ký lên Ủy ban Giao dịch Chứng khoán Mỹ (SEC), dự kiến sẽ chào bán ra công chúng (IPO) tại sàn chứng khoán Nasdaq Global Select Market với cơ chế cổ phiếu đa tầng. Với cơ chế này, dự kiến sau khi hoàn tất niêm yết, hai nhà sáng lập – Lê Hồng Minh và Vương Quang Khải vẫn có thể kiểm soát 51% quyền biểu quyết doanh nghiệp. Mặc dù tới nay, thủ tục IPO của VNG chưa hoàn tất theo kế hoạch nhưng không thể phủ nhận thực tế về nhu cầu của các doanh nghiệp Việt về công cụ tài chính đặc biệt này trong bối cảnh quốc tế hóa thị trường tài chính. Thêm vào đó, đứng trên góc độ cơ quan quản lý thị trường, TTCK của Việt Nam đang được xem xét để nâng hạng trong thời gian tới nên những vấn đề xung quanh việc hoàn thiện cơ sở hàng hóa và cơ chế quản lý, giao dịch cổ phiếu cũng cần được đẩy mạnh trên cơ sở học hỏi kinh nghiệm quốc tế.

Như vậy, việc làm rõ khái niệm, đặc điểm và phân tích lợi ích, rủi ro của CPĐT trên cả 03 giác độ nhà sáng lập, nhà đầu tư và cơ quan quản lý thị trường sẽ là đóng góp có giá trị về mặt lý luận, bổ sung vào khoảng trống lý thuyết về chủ đề này hiện nay. Cùng với đó, việc đưa ra hàm ý về điều kiện áp dụng cơ chế này ở Việt Nam thông qua phân tích thực trạng phát triển của cơ chế cổ phiếu kép tại các nước trên thế giới sẽ là đóng góp thực tiễn có giá trị tham khảo cho cả các doanh nghiệp và các cơ quan quản lý nhà nước.

Trên cơ sở đó, bài viết được cấu trúc thành 4 phần: Ngoài phần đặt vấn đề, phần thứ hai làm rõ các vấn đề tổng quan chung về CPĐT. Phần ba phân tích lịch sử hình thành và xu thế phát triển CPĐT, trong khi phần bốn trình bày các hàm ý rút ra cho Việt Nam nhằm triển khai cổ phiếu đa tầng tại Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh hậu đại dịch, khi mà các doanh nghiệp Việt Nam bước vào giai đoạn khó khăn sẽ là tầm ngắm, có nguy cơ bị thâm tóm bởi các doanh nghiệp nước ngoài.

2. Tổng quan về cổ phiếu đa tầng

2.1. Khái niệm

Thuật ngữ “Cổ phiếu đa tầng” hay “Cổ phiếu kép” (*Dual-class stock* hoặc *Dual-class share*) đề cập đến một cấu trúc trong đó cổ phiếu của một công ty được chia thành các tầng khác nhau, thường là một tầng có quyền biểu quyết ưu việt so với một tầng khác (Gompers và cộng sự, 2009). Cấu trúc này tách quyền hưởng cổ tức khỏi quyền biểu quyết, dẫn đến sự chênh lệch đáng kể giữa hai loại quyền này (Nguyễn và Xu, 2010).

Tương tự, Aluchna (2015) cũng định nghĩa cổ phiếu đa tầng là một cấu trúc cổ phiếu của công ty phát hành khi công ty chia cổ phiếu thành các loại khác nhau với quyền biểu quyết khác nhau mà trong đó thường cho phép một loại có nhiều quyền biểu quyết hơn loại kia.

Cụ thể hơn, khi một công ty phát hành cổ phiếu đa tầng sẽ có hai loại cổ phiếu chẳng hạn là cổ phiếu “Loại A” và cổ phiếu “Loại B” với quyền biểu quyết và quyền hưởng cổ tức khác nhau cho mỗi loại. Loại A được phát hành ra cho công

chúng, trong khi loại B chỉ phát hành cho đội ngũ sáng lập công ty, giám đốc điều hành và những người thuộc gia đình sáng lập. Loại được phát hành cho công chúng bị giới hạn biểu quyết đôi khi không có quyền biểu quyết, trong khi loại dành cho người sáng lập và giám đốc điều hành thì có nhiều quyền biểu quyết hơn (Richard, 2003). Cấu trúc này thường được những người sáng lập hoặc người trong nội bộ áp dụng để duy trì quyền kiểm soát công ty (Aluchna, 2015). Cụ thể hơn, nhóm nhà quản trị, nhà sáng lập công ty thường nắm các cổ phiếu có quyền biểu quyết cao, trong khi đó, các cổ đông thường còn lại sẽ nắm cổ phiếu có quyền biểu quyết thấp nhưng đi kèm với quyền hưởng lợi tức cao hơn nhằm cho phép Ban quản trị công ty duy trì kiểm soát của công ty trong khi giữ một phần nhỏ của quyền lợi về lợi tức (Lobanova và cộng sự, 2020).

Như vậy, tổng quát lại, cổ phiếu đa tầng đề cập đến một cấu trúc vốn sở hữu với quyền biểu quyết không bình đẳng (hoặc “có trọng số”) tạo thành sự chia rẽ giữa quyền sở hữu và quyền biểu quyết trong đó, một người hoặc một nhóm nhỏ sở hữu thiểu số cổ phần mang lại phần lớn quyền biểu quyết nhằm chi phối hoạt động của công ty.

Trên thực tế, những tập đoàn lớn như Google vẫn thường duy trì cơ chế cổ phiếu đa tầng, trong đó cổ phiếu loại A có thể tham gia biểu quyết tất cả các vấn đề của công ty theo tỉ lệ 1:1 và cổ phiếu loại B có tỉ lệ 10:1. Điều này cho phép cổ đông nắm giữ cổ phiếu loại B có nhiều quyền kiểm soát trong công ty hơn. Nhiều nhà bình luận cũng cho rằng hai đồng sáng lập của Google là Sergey Brin và Larry Page không nắm giữ cổ phiếu loại A nhưng lại nắm giữ 77,3% cổ phiếu loại B. Dù được phân chia 18,3% quyền hưởng lợi nhuận nhưng với quyền sở hữu cổ phiếu loại B cho phép hai đồng sáng lập có tới 58,3% quyền kiểm soát trong công ty.

2.2. Lợi ích và rủi ro của cổ phiếu đa tầng

Mặc dù sự hấp dẫn của cơ chế cổ phiếu đa tầng nằm ở khả năng cho phép tách biệt quyền biểu quyết và quyền hưởng cổ tức (Gompers và

cộng sự, 2004), khiến cho sự áp dụng cơ chế này càng lan rộng trên thế giới, nhưng việc áp dụng cơ chế này vẫn đang là chủ đề gặp nhiều tranh cãi với nhiều bằng chứng khác nhau về tác động của chúng đối với giá trị và hiệu quả hoạt động của công ty (Sekerici và Pagach, 2020). Trong khi một số nghiên cứu đứng ở góc độ công ty cho rằng cấu trúc cổ phiếu kép có thể tối đa hóa giá trị công ty trong một số điều kiện nhất định (Anderson và Reeb, 2003; Dimitrov và Jain, 2006), thì một số nghiên cứu khác khi đứng trên góc độ nhà quản lý lại nêu lên mối lo ngại về các vấn đề quản trị công ty liên quan đến việc tách biệt quyền hưởng cổ tức và quyền biểu quyết (Bebchuk và Kastiel, 2017; Cronqvist và Nilsson, 2003; Doidge, 2004; Hossain và Kryzanowski, 2019). Cụ thể:

Xét về mặt lợi ích, cơ chế áp dụng CPĐT là biện pháp phòng thủ hiệu quả giúp các công ty phòng vệ trước nguy cơ bị thôn tính thù địch. Trong nền kinh tế thị trường, việc thôn tính thông qua M&A không phải lúc nào cũng nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty mục tiêu mà âm mưu phía sau việc thôn tính chính là cạnh tranh không công bằng (Tallarita, 2018). Trong lịch sử TTCK Mỹ, đã xảy ra không ít các vụ kiện liên quan đến cạnh tranh không công bằng khi dùng M&A để triệt hạ đối thủ cạnh tranh trực tiếp. Các thương vụ hậu thôn tính thù địch có thể ảnh hưởng trực tiếp tới quyền lợi của các cổ đông công ty mục tiêu như ép giá cổ phiếu, quyết định bán hoặc không bán khi thông tin bất cân xứng cũng như thay thế nhân sự cốt lõi, lực lượng lao động hoặc công nghệ, dẫn đến biến động thị trường (Martínez, 2021). Để phòng vệ trước nguy cơ bị thôn tính thù địch, cơ chế CPĐT phát huy lợi ích giúp các nhà sáng lập các công ty có thể lựa chọn phát hành CPĐT để duy trì và tập trung quyền kiểm soát công ty vào các cổ đông sáng lập. Ở góc độ khác, cơ chế CPĐT cũng làm giảm động lực các công ty có ý định đi thôn tính do làm tăng đáng kể chi phí thôn tính do muốn giành được cùng một tỷ lệ biểu quyết, thì rõ ràng bên mua phải mất chi

phí nhiều hơn nếu như mỗi cổ phiếu họ mua có ít hơn một quyền biểu quyết.

Phân tích sâu hơn nữa, một số nghiên cứu cũng chỉ ra rằng chính nhờ việc giúp các nhà sáng lập huy động vốn mà không từ bỏ quyền kiểm soát khiến họ sẽ có nhiều động lực hơn để đưa công ty ra đại chúng và vẫn có thể tập trung theo đuổi tầm nhìn kinh doanh riêng của họ và nhờ đó ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả hoạt động và giá trị công ty (Chan và Ho, 2014). Cùng với quan điểm ủng hộ cơ chế cổ phiếu đa tầng, nghiên cứu của Kim, S. (2023) cũng chỉ ra rằng lợi ích của cơ chế cổ phiếu đa tầng khi giúp các công ty có nhiều thêm cơ hội tham gia vào các hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A) và làm tăng giá trị thị trường của các công ty. Tương tự, Dimitrov và Jain (2006) nghiên cứu dữ liệu 178 công ty sử dụng cơ chế này từ năm 1979 đến năm 1998 cho thấy cơ cấu CPĐT giúp gia tăng giá trị tài sản của cổ đông và tăng lợi nhuận bất thường thêm 23% trong liên tiếp 04 năm sau khi phát hành.

Các quan điểm trên cũng được khẳng định với các bằng chứng thực tiễn từ Apple hay Facebook thì các nhà sáng lập như Steve Jobs hay Mark Zuckerberg luôn tự tin theo đuổi tầm nhìn của họ. Nhiều nhà bình luận cho rằng đó chính là động lực giúp hai nhân vật có được những thành công vang dội và theo đó, các nhà đầu tư cũng được hưởng lợi. Bằng việc thúc đẩy được các công ty tiềm năng IPO, các cơ quan quản lý chứng khoán cũng có thể đóng góp vào sự phát triển của thị trường.

Dưới góc độ rủi ro, chiến lược CPĐT mặc dù bảo vệ quyền lợi cho đội ngũ quản trị điều hành xong có thể xâm phạm lợi ích của các nhà đầu tư thiểu số không được bảo vệ đúng mức hoặc nếu Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) chấp nhận cơ chế CPĐT chỉ nhằm phục vụ yêu cầu của một công ty cụ thể, hoặc xem xét một số trường hợp đặc biệt (Alexander và Zingales, 2004). Khi nhà đầu tư thiểu số không được bảo vệ đầy đủ, họ có thể từ bỏ thị trường khiến quy mô vốn hóa bị suy giảm và các tổ chức niêm yết cũng bị hạn chế

khả năng huy động vốn. Trong một chừng mực nào đó, các nhà sáng lập cũng gặp khó khăn khi đưa công ty của họ ra đại chúng. Dưới góc độ của nhà quản lý, nếu một khuôn khổ pháp lý được sửa đổi cho phép một công ty cụ thể duy trì cơ chế CPĐT bảo hộ lợi ích của các nhà sáng lập và quản trị viên thì danh tiếng, độ tin cậy, tính độc lập và sự minh bạch của cơ quan quản lý sẽ bị hoài nghi (US Congress, 2021). Theo kịch bản này, việc áp dụng CPĐT có thể làm giảm hiệu quả của thị trường vốn do không đảm bảo được lợi ích cho nhà đầu tư nhỏ lẻ.

Bên cạnh đó, nhiều tranh cãi cũng cho rằng nhiều công ty có thể rất tiên phong và hiệu quả trong giai đoạn đầu với tầm nhìn sáng suốt của nhà sáng lập và đội ngũ quản trị, nhưng tầm nhìn của họ có thể không còn phù hợp trong tương lai và thậm chí thể trở nên lỗi thời khi họ không được thay thế bởi đội ngũ trẻ có nhiều sức sáng tạo (Howell, 2017). Do đó, thực tế là những người sáng lập có thể được quyền tiếp tục điều hành công ty mãi mãi có thể không phải là lựa chọn tối đa hóa giá trị nhất cho xã hội. Hơn nữa, nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp cũng quan ngại với cơ chế CPĐT 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 (Leung, 2019). Bằng chứng tại Mỹ cũng cho thấy quỹ nhà đầu tư tổ chức CalPERS đã phát động một chiến dịch kêu gọi hủy niêm yết đối với các công ty có CPĐT và yêu cầu đánh giá lại các khoản đầu tư vào các đợt IPO có phát hành cổ phiếu đa quyền.

Khi xem xét tới ảnh hưởng của cấu trúc CPĐT tới giá trị công ty, nhiều nghiên cứu cũng chỉ ra rằng CPĐT gây bất lợi cho tình hình tài chính lâu dài của một công ty (Klein và cộng sự, 2005; Villalonga và Amit; 2006; Giovannini, 2010). King và Santor (2008) báo cáo rằng các công ty thuộc sở hữu gia đình của Canada duy trì cơ chế CPĐT làm giảm giá trị doanh nghiệp của họ. Masulis và Xie (2009) chứng minh rằng hiệu suất tài chính của nhóm công ty sử dụng cấu trúc

CPĐT kém hơn so với các công ty có cấu trúc cổ phiếu đơn giản. Điều này xuất phát từ việc những người quản lý có quyền kiểm soát lớn hơn và có thể đưa ra các quyết định thiên vị cho lợi ích cá

nhân thay vì lợi ích của cổ đông thiểu số. Tương tự, nghiên cứu của Jordan (2016) cũng cho thấy các công ty áp dụng CPĐT có giá trị cổ phiếu thấp hơn và sự thiếu lòng tin từ phía nhà đầu tư.

Bảng 1: Tổng hợp các nghiên cứu về cổ phiếu đa tầng hiện nay

STT	Nghiên cứu	Kết quả
1. Các nghiên cứu về tác động tích cực của cơ chế CPĐT		
1.1	Dimitrov và Jain (2006)	CPĐT giúp thúc đẩy tăng trưởng và nâng cao giá trị tài sản doanh nghiệp
1.2	Anderson và Reeb (2003); Dimitrov và Jain (2006)	CPĐT có thể tối đa hóa giá trị công ty trong một số điều kiện nhất định
1.3	Tallarita (2018); Martínez (2021)	Cơ chế CPĐT giúp giảm cạnh tranh không công bằng trên thị trường
1.4	Hossain và Kryzanowski (2019); Howell, 2017	Cấu trúc CPĐT thể hiện lợi thế rõ rệt về tăng cường giá trị doanh nghiệp hơn trong giai đoạn đầu của hậu IPO nhưng giảm dần tác động này trong dài hạn.
1.5	Chan và Ho (2014)	CPĐT cho phép người sáng lập huy động vốn mà không từ bỏ quyền kiểm soát, từ đó tập trung theo đuổi tầm nhìn riêng trong kinh doanh và các nhà đầu tư cũng có cơ hội đầu tư vào các công ty tiềm năng trên thị trường
1.6	Kim, S. (2023)	CPĐT giúp các công ty có nhiều thêm cơ hội tham gia vào các hoạt động M&A và làm tăng giá trị thị trường của các công ty.
1.7	Dimitrov và Jain (2006)	CPĐT giúp gia tăng giá trị tài sản của cổ đông và tăng lợi nhuận bất thường của công ty
2. Các nghiên cứu về tác động tích cực của cơ chế CPĐT		
2.1	Bebchuk và Kastiel (2017); Bebchuk và cộng sự (2000); Cronqvist và Nilsson (2003); Doidge (2004); Hossain và Kryzanowski (2019)	CPĐT có thể mang đến rủi ro về các vấn đề quản trị công ty liên quan đến việc tách biệt quyền hưởng cổ tức và quyền biểu quyết
2.2	Klein và cộng sự (2005; Villalonga và Amit (2006); Giovannini (2010); King và Santor (2008)	CPĐT gây bất lợi cho tình hình tài chính lâu dài của một công ty
2.3	Alexander và Zingales (2004); US Congress (2021); Leung (2019)	CPĐT có thể làm giảm hiệu quả của thị trường vốn do không đảm bảo được lợi ích cho nhà đầu tư nhỏ lẻ.
2.4	Masulis và Xie (2009)	Hiệu suất tài chính của nhóm công ty sử dụng cấu trúc CPĐT kém hơn so với các công ty có cấu trúc cổ phiếu đơn giản.
2.5	Jordan và cộng sự (2016)	Các công ty áp dụng CPĐT có giá trị cổ phiếu thấp hơn và sự thiếu lòng tin từ phía nhà đầu tư.

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3. Lịch sử hình thành và xu thế phát triển cổ phiếu đa tầng

3.1. Cổ phiếu đa tầng tại Hoa Kỳ

Mặc dù CPĐT vẫn là chủ đề tranh luận nhưng nó đã tồn tại trong các TTCK phát triển trong nhiều thập kỷ như Mỹ, Hà Lan, Thụy Điển, Đan Mạch và Canada. Theo Howell (2017), CPĐT lần đầu xuất hiện 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. Điều này đã khởi đầu cho một làn sóng phát hành cổ phiếu phổ thông đa quyền tại nước Mỹ. Tuy vậy, việc phát hành cổ phiếu không có quyền biểu quyết không được ủng hộ bởi chính quyền liên bang và Sở giao dịch chứng khoán New York (SEC) đã ban hành thông tư cấm hoặc hạn chế phát hành bổ sung CPĐT trong một thời kỳ dài từ năm 1925 đến năm 1980. Trong thời gian này, chỉ có một số công ty được phép phát hành CPĐT bao gồm hãng Ford được phép phát hành cổ phiếu có quyền biểu quyết nhỏ hơn tỉ lệ 1:1, cho phép người sáng lập và các thành viên của gia đình Ford nắm giữ cổ phiếu loại B với 60% quyền biểu quyết còn cổ phiếu loại A thì nắm giữ 40% quyền biểu quyết. Điều này cho phép Ford trong thời gian sau đó phát hành rộng rãi ra công chúng vẫn nắm giữ quyền kiểm soát công ty trong khi chỉ nắm giữ 5,1% vốn cổ phần.

Trong thập kỷ 1980s, trước làn sóng đầu tư thâm thu địch, cơ chế CPĐT nổi lên như một biện pháp phòng thủ chống đầu tư thâm thu địch. Các nhà quản lý của các công ty mục tiêu nhận ra rằng họ có thể giảm đáng kể khả năng bị đầu tư thâm thu địch nếu họ duy trì quyền kiểm soát bỏ phiếu. Theo nghiên cứu của Gilson (1987), có tới 37 trong số 44 công ty niêm yết được giao dịch công khai đã áp dụng cơ chế CPĐT trong những năm 1980 để phòng thủ nguy cơ đầu tư thâm thu địch. Trong khi đó, các nhà đầu tư ngày càng lo lắng trước sự gia tăng của CPĐT và đề nghị Quốc hội cũng như

SEC cấm việc phát hành loại cổ phiếu này. Vào tháng 7/1988, SEC đã thông qua *Quy tắc 19c-4* sửa đổi đáng kể các quy tắc áp dụng tại các SGDCK để cấm không cho công ty niêm yết nếu công ty phát hành CPĐT hoặc thực hiện các hành động khác để vô hiệu hóa, hạn chế hoặc giảm quyền biểu quyết của các cổ đông hiện hữu. Tuy nhiên, động thái của SEC vấp phải sự phản đối đáng kể từ Hiệp hội Doanh nghiệp lớn (Business Roundtable) tại Hoa Kỳ. Nghiên cứu của Walter (2016) cũng nhận định rằng luật Chứng khoán không cấp cho SEC quyền điều chỉnh các vấn đề liên quan đến quản trị công ty. Xét về nguyên tắc thì nội dung này thuộc thẩm quyền của các cơ quan lập pháp nhà nước. Business Roundtable lập luận rằng bên chịu trách nhiệm chính về quản trị công ty các quy định nên là cơ quan lập pháp của tiểu bang chứ không phải là SEC. Theo đó, năm 1990, Tòa án phúc thẩm Hoa Kỳ đã đưa ra phán quyết thu hồi Quy tắc 19c-4 nhằm chấm dứt nỗ lực của SEC nhằm hạn chế cơ chế CPĐT. Kết quả là, các đợt IPO sau đó vẫn phát hành các loại CPĐT với quyền biểu quyết khác nhau.

Từ những năm 2000s, cùng với làn sóng khởi nghiệp bùng nổ và sự xuất hiện của các công ty công nghệ, những người sáng lập công ty luôn hy vọng có quyền kiểm soát các quyết định của công ty, ngay cả khi họ đã đưa công ty ra sàn niêm yết. Ngày càng có nhiều công ty công nghệ cao niêm yết trên các SGDCK cho phép các điều khoản biểu quyết thuận lợi hơn cho những người sáng lập và nhóm quản lý của những tập đoàn như Google LLC, Facebook Inc., LinkedIn Corporation, và Alibaba Group Holding Limited. Đây là những công ty sử dụng CPĐT đúng với mục đích cốt lõi nhất của nó và những người sáng lập của các công ty công nghệ này lý giải rằng họ đã có một tầm nhìn dài hạn cho công ty nên cần giữ quyền kiểm soát để tiếp tục đổi mới và giữ vị trí tiên phong trong ngành. Chính vì vậy, những nhà sáng lập các công ty này cho rằng cơ chế cổ phần kép giúp các công ty chống đầu tư thâm thu

định hiệu quả, giữ cho công ty đi đúng hướng để đạt được các mục tiêu dài hạn của họ. Một bằng chứng điển hình là người đồng sáng lập Larry Page của Google đã thẳng thắn tuyên bố vào năm 2004 rằng công ty đã thiết lập một cơ chế chống đầu độc trong quá trình chuyển đổi sang sở hữu đại chúng (Martínez, 2021).

Bên cạnh các công ty công nghệ, một số công ty lớn trong ngành truyền thông và báo chí cũng áp dụng cơ chế CPĐT như News Corp., The New York Times và The Washington Post. Các gia đình sáng lập của các công ty này như

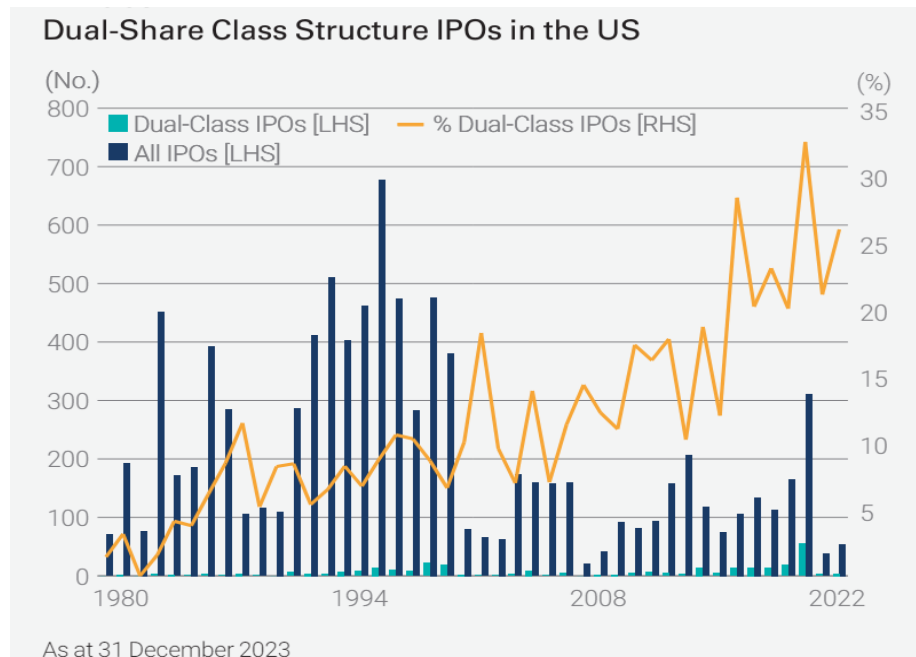
Murdochs, Sulzbergers và Grahams đã tuyên bố sử dụng cơ chế CPĐT nhằm giữ quyền kiểm soát trong gia đình họ. Nghiên cứu của Robertson (2018) đã chỉ ra rằng chính sự phát triển vượt bậc của các công ty lớn trong ngành công nghệ, truyền thông này và quá trình IPO các cổ phiếu kép của họ khiến cho CPĐT trong những năm gần đây. Số liệu thống kê tại Bảng 3.1. cho thấy tỷ lệ các công ty sử dụng cấu trúc cổ phiếu đa tầng tại Mỹ cho thấy tỷ trọng CPĐT liên tục tăng lên qua các thập kỷ từ 4,25% lên 15,19% từ thập kỷ 1980 cho tới 2017.

Bảng 2: Tình hình phát hành cổ phiếu đa tầng tại Hoa Kỳ

Thập kỷ	Tổng số đợt IPO	Quy mô CPĐT	Tỷ trọng
1980-1990	2030	86	4,24%
1991-2000	4408	379	8,6%
2001-2010	851	75	8,81%
2011-2017	785	120	15,29%

Xét về cơ cấu ngành, trong số các công ty phát hành CPĐT thì, tỷ lệ các công ty công nghệ so với các công ty phi công nghệ cũng ngày càng tăng. Nghiên cứu của Ritter (2021) cho thấy số lượng các thương vụ IPO sử dụng CPĐT từ năm 1980 tới 2020 cũng tăng từ mức dưới 5% lên 56%.

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Martijin Cremers (2020)
Trong 3 năm trở lại đây, tỷ lệ các công ty phát hành CPĐT tiếp tục gia tăng tại Mỹ và thậm chí chỉ riêng riêng năm 2021 đã có 32% trong tổng số các đợt IPO là từ các công ty sử dụng cơ chế CPĐT.



Nguồn: Jay R. Ritter Cordell (2024)

Hình 1: Cơ cấu phát hành cổ phiếu đa tầng tại Mỹ từ 1980 - 2022

Số liệu từ Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2023 cho thấy trong suốt 40 qua, cùng với sự phát triển của thị trường tài chính, tỷ lệ các công ty sử dụng cơ chế CPĐT trong các đợt IPO của Mỹ giao động trong xu hướng tăng, chứng tỏ sức hấp dẫn của công cụ tài chính này.

3.2. Cổ phiếu đa tầng tại các nước Châu Á

Ở Nhật Bản, kể từ năm 2008 Sở giao dịch chứng khoán Tokyo (TSE) đã cho phép niêm yết cổ phiếu của các công ty có cấu trúc CPĐT thông qua một điều khoản sửa đổi trong luật chứng khoán nhằm cho phép sự linh hoạt hơn trong việc quản lý công ty (Osaki, 2015). Bằng chứng điển hình là từ năm 2014, Cyberdyne Inc. đã trở thành công ty đầu tiên và duy nhất được niêm yết CPĐT trên TSE. Cyberdyne được thành lập bởi Yoshihuki Sankai tại Đại học Tsukuba chuyên sản xuất robot hỗ trợ hoạt động các chi trên cơ thể – HAL (Hybrid Assistive Limb). Lý do để các nhà sáng lập Cyberdyne thuyết phục được TSE là vì sản phẩm HAL là trợ thủ đắc lực giúp các bệnh nhân khuyết tật trong quá trình trị liệu và sinh hoạt hàng ngày. Khi mang robot HAL của Cyberdyne vào người, có thể tăng sức mạnh lên gấp 10 lần, vác được các vật nặng lên đến 80kg chỉ với một tay mà không hề có cảm giác cơ bắp bị đè nặng. HAL hoạt động theo nguyên lý nhận tín hiệu từ neuron thần kinh, truyền qua các cảm biến dán tại các khớp, sau đó hệ cơ của robot sẽ cử động theo ý định của não bộ, kéo các cơ khớp phải vận động theo. Chính vì tính độc quyền của dòng robot duy nhất được điều khiển tự động sử dụng tín hiệu điện sinh học từ não người. Chính vì vậy, Cyberdyne đã được thông qua cấu trúc CPĐT để “Đảm bảo các công nghệ tiên tiến của được sử dụng cho các mục đích hòa bình và ngăn chặn việc lạm dụng những công nghệ này để gây hại cho con người hoặc để tạo ra vũ khí quân sự”. Nhà sáng lập Sankai trực tiếp và nắm giữ gián

tiếp 85,3% tổng số quyền biểu quyết tính đến đến thời điểm cuối quý 1/2018.

Ở Hồng Kông, kể từ năm 2014 thì Alibaba đã quyết định tiến hành đợt IPO 25 tỷ USD trên sàn chứng khoán New York (NYSE) thay vì Sở giao dịch chứng khoán Hong Kong (HKEX) do NYSE quy định cho phép giao dịch CPĐT. Vào thời điểm đó, HKEX không cho phép giao dịch loại cổ phiếu này. Chính vì sự kiện này mà HKEX đã quyết định sửa đổi các quy tắc niêm yết của mình vào tháng 4/2018 để cho phép các công ty phát hành cổ phiếu có quyền biểu quyết không bình đẳng. Sau đó, tập đoàn Xiaomi là một trong những nhà sản xuất điện thoại thông minh thành công nhất thế giới đã được niêm yết với cơ chế CPĐT vào đầu tháng 7/2018, trở thành công ty đầu tiên được niêm yết trên HKEX với cơ chế CPĐT.

Tại Singapore, Luật công ty ban hành năm 1967 đã cấm các công ty phát hành CPĐT hoặc cổ phiếu đa tầng. Luật quy định tỷ lệ cổ phần có quyền biểu quyết là 1:1 và không chấp nhận bất kỳ cổ phiếu nào có sự ưu tiên về quyền biểu quyết. Tuy nhiên, do sự gia tăng trong đổi mới công nghệ toàn cầu và kéo theo các yêu cầu mới về một thị trường tài chính phải đáp ứng được nhu cầu hoạt động đa dạng của các doanh nghiệp, một Ủy ban chỉ đạo của Bộ Tài chính Singapore đã được thành lập vào tháng 10/2007 để thảo luận nhằm tạo ra một môi trường quản lý doanh nghiệp hiệu quả tại Singapore. Để bắt kịp với luật pháp và công nghệ quốc tế phát triển, Ủy ban đề nghị xóa Mục 64 của Đạo luật Công ty năm 1967 và cho phép các công ty phát hành cổ phiếu không có quyền biểu quyết và cổ phiếu ưu đãi về quyền biểu quyết. Theo đó, vào tháng 10/2014, Luật Công ty sửa đổi số 25/2014 đã được chính thức ban hành cùng với sự cho phép các công ty được phát hành các cổ phiếu có quyền biểu quyết khác nhau. Sau khi Luật công ty sửa đổi cho phép phát hành CPĐT, nhận thấy

nhu cầu phát hành ngày càng tăng cao đặc biệt trong ngành công nghệ cao mà vào tháng 6/2018, Sở giao dịch chứng khoán Singapore (SGX) đã chính thức cho phép các công ty có cơ chế cổ phiếu đa tầng được phép niêm yết trên SGX.

Tại Trung Quốc, việc duy trì quy định nghiêm ngặt về một quyền biểu quyết tương ứng với mỗi cổ phiếu kể từ Luật Công ty đầu tiên vào năm 1993. Quy định này không thay đổi dù Luật công ty đã trải qua nhiều lần sửa đổi. Luật Chứng khoán cũng cấm các công ty niêm yết cổ phiếu kép ra công chúng. Những hạn chế như vậy buộc Alibaba, Baidu, Tencent, Xiaomi và những gã khổng lồ công nghệ Trung Quốc khác chọn IPO ở Mỹ hoặc, gần đây hơn, ở Hồng Kông – nơi cho phép niêm yết cổ phần kép. Để theo kịp xu thế kinh tế năng động của khu vực và thế giới, hội đồng Đổi mới Khoa học Công nghệ (Sci-Tech Innovation Board) thuộc Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải (SSE) đã khuyến nghị và đề xuất nới lỏng các hạn chế đối với cơ chế cổ phiếu kép và cho phép IPO cổ phiếu đa tầng. Theo đó, vào tháng 1/2019, Trung Quốc đã chính thức cho phép các công ty phát hành và niêm yết CPĐT.

3.3. Những lưu ý đối với việc công nhận cổ phiếu đa tầng

Có thể nói, kinh nghiệm từ Hoa Kỳ và một số nước Châu Á như Nhật Bản, Singapore, Trung Quốc cho thấy các TTCK phát triển, TTCK mới nổi trở thành trung tâm tài chính lớn đều đã trải qua giai đoạn tái cấu trúc hướng tới thừa nhận gần đây đều đã thay đổi luật hoặc quy định để cho phép niêm yết cổ phiếu của các công ty sử dụng cơ chế CPĐT. Điều đó đứng dưới góc độ quản lý thị trường và đảm bảo quyền lợi của cổ đông sáng lập và đội ngũ điều hành là hiện thực trong môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt.

Tuy nhiên, bất chấp sự nỗ lực của các nhà hoạch định chính sách đối với cổ phiếu kép, chỉ có một số ít công ty chọn niêm yết CPĐT trong

các trung tâm tài chính hàng đầu châu Á. Dữ liệu thống kê của một số nhà nghiên cứu cho thấy mặc dù SGX chấp nhận CPĐT nhưng cho đến nay không có IPO cổ phiếu kép ở Singapore. Cũng có thể lý do cơ chế cổ phiếu này không thu hút được các nhà đầu tư nhỏ lẻ và nhà đầu tư chuyên nghiệp. Thực tế cũng cho thấy tại Hồng Kông, chỉ có 2 trong số 218 các công ty mới niêm yết năm 2018 và 1 trong số 183 công ty mới niêm yết năm 2019 được thông qua cổ phiếu kép. Ở Thượng Hải, kể từ khi nới lỏng quy định, chỉ có một đơn đăng ký niêm yết cho IPO với cổ phiếu đa tầng (Yan, 2021). So với các đợt IPO cổ phiếu kép ở Mỹ, thực trạng thứ vị này cho thấy có sự chênh lệch giữa nỗ lực của các nhà hoạch định chính sách và sự chấp nhận của thị trường.

4. Một số hàm ý về áp dụng cổ phiếu đa tầng tại Việt Nam

4.1. Bối cảnh pháp lý Việt Nam

Theo Luật Doanh nghiệp số 59/2020/QH14 được Quốc Hội nước CHXHCN Việt Nam thông qua ngày 17/06/2020, công ty cổ phần (CTCP) có hai loại cổ phần chính là cổ phần phổ thông và cổ phần ưu đãi (gồm cổ phần ưu đãi biểu quyết, cổ phần ưu đãi cổ tức và cổ phần ưu đãi hoàn lại). Trong đó, CTCP phải có cổ phần phổ thông và người sở hữu cổ phần phổ thông là cổ đông phổ thông. Cổ phần ưu đãi biểu quyết là cổ phần phổ thông có nhiều hơn phiếu biểu quyết so với cổ phần phổ thông khác; số phiếu biểu quyết của một cổ phần ưu đãi biểu quyết do Điều lệ công ty quy định. Cụ thể là, cổ phần ưu đãi cổ tức là cổ phần được trả cổ tức với mức cao hơn so với mức cổ tức của cổ phần phổ thông hoặc mức ổn định hằng năm. Cổ tức được chia hằng năm gồm cổ tức cố định và cổ tức thưởng. Cổ tức cố định không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty. Mức cổ tức cố định cụ thể và phương thức xác định cổ tức thưởng được ghi rõ trong cổ phiếu của cổ phần ưu đãi cổ tức. Bên cạnh đó, cổ phần ưu đãi hoàn lại

là cổ phần được công ty hoàn lại vốn góp theo yêu cầu của người sở hữu hoặc theo các điều kiện được ghi tại cổ phiếu của cổ phần ưu đãi hoàn lại và Điều lệ công ty.

Có thể nói, ngoài các loại cổ phần ưu đãi nêu trên thì Điều lệ công ty có thể quy định các loại cổ phần ưu đãi khác. Chẳng hạn, đối với cổ phần ưu đãi biểu quyết thì Điều 116 Luật doanh nghiệp quy định chỉ có tổ chức được Chính phủ ủy quyền và cổ đông sáng lập được quyền nắm giữ cổ phần ưu đãi biểu quyết. Ưu đãi biểu quyết của cổ đông sáng lập có hiệu lực trong 03 năm kể từ ngày công ty được cấp Giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp. Quyền biểu quyết và thời hạn ưu đãi biểu quyết đối với cổ phần ưu đãi biểu quyết do tổ chức được Chính phủ ủy quyền nắm giữ được quy định tại Điều lệ công ty. Sau thời hạn ưu đãi biểu quyết, cổ phần ưu đãi biểu quyết chuyển đổi thành cổ phần phổ thông.

Theo đó, pháp luật Việt Nam quy định cổ đông sở hữu cổ phần ưu đãi biểu quyết không được chuyển nhượng cổ phần đó cho người khác (trừ trường hợp chuyển nhượng theo bản án, quyết định của Tòa án đã có hiệu lực pháp luật hoặc thừa kế). Chỉ khi hết thời hạn hiệu lực ưu đãi biểu quyết cổ phần ưu đãi biểu quyết chuyển thành cổ phần phổ thông và được chuyển nhượng bình thường theo quy định của cổ phần phổ thông. 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 Luật Doanh nghiệp 2020 thì cổ đông sở hữu các cổ phần ưu đãi 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.

4.2. Các hàm ý về phát triển cổ phiếu đa tầng tại Việt Nam

Xuất phát từ thực tiễn những quy định về cổ phiếu được phép phát hành ở Việt Nam theo pháp luật hiện hành, có thể nói rằng luật pháp Việt Nam cũng đã cho phép phát hành loại cổ phiếu có

quyền ưu đãi biểu quyết so với cổ phiếu phổ thông. Số quyền biểu quyết ưu đãi phụ thuộc vào từng công ty và quy định trong điều lệ công ty.

Mặc dù vậy, pháp luật Việt Nam không có quy định riêng về CPĐT và thuật ngữ “cổ phiếu đa tầng” hay “cổ phiếu kép” không được đề cập tới. Xét về bản chất, vẫn tồn tại sự khác biệt giữa cơ chế cổ phiếu ưu đãi trong các văn bản luật Việt Nam hiện nay so với cơ chế CPĐT trên thế giới. Cụ thể là, cổ phiếu ưu đãi biểu quyết theo quy định của Việt Nam không phải là cổ phiếu phổ thông, do đó 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 và mới có thể chuyển nhượng. Bên cạnh đó, Luật Doanh nghiệp Việt Nam cũng quy định 1 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 (số biểu quyết lớn hơn hay nhỏ hơn 1) như cơ chế cổ phiếu ưu đãi biểu quyết đa tầng đang tồn tại ở các thị trường phát triển.

Từ những nội dung đã phân tích trong bài viết, tác giả rút ra những hàm ý về tính phù hợp cũng như điều kiện áp dụng CPĐT ở Việt Nam.

Thứ nhất, về tính phù hợp của CPĐT: Dựa trên nghiên cứu quá trình hình thành và phát triển của CPĐT ở các thị trường tài chính phát triển tại Hoa Kỳ và châu Á cho thấy việc duy trì cơ chế cổ phiếu kép vẫn mang lại một số lợi ích nhất định và là tất yếu của nền kinh tế năng động hiện nay. Do đó, TTCK Việt Nam vẫn nên nghiên cứu và cân nhắc áp dụng cơ chế cổ phiếu kép, bởi các lý do:

(i) CPĐT là một phương thức hiệu quả để phòng thủ thâm tóm thù địch, nhằm bảo vệ lợi ích của các cổ đông của công ty. Tại Việt Nam, cùng với sự phát triển của TTCK thì các hoạt động M&A ngày càng phát triển cả về số lượng và giá

trị thương vụ. Trong đó, các vụ thâm tóm thù địch trên TTCK đã xuất hiện, đặt các doanh nghiệp Việt đứng trước nguy cơ có thể bị thâm tóm thù địch bởi các nhà đầu tư nước ngoài;

(ii) Cùng với sự vận hành của nền kinh tế trong thời đại chuyển đổi số và làn sóng đổi mới sáng tạo, tại Việt Nam, xuất hiện ngày càng nhiều các công ty startup 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 để phát triển các ý tưởng kinh doanh, bí quyết công nghệ riêng. Kỳ lân công nghệ VNG Limited là một ví dụ điển hình như đã phân tích. Hơn nữa, thực tế tại các quốc gia cho thấy, một số TTCK đã mất đi những mã chứng khoán đình đám chỉ vì không cho phép phát hành cổ phiếu đa quyền (Alibaba, Baidu, Tencent, Xiaomi). Do đó, để đón đầu xu thế, trong tương lai, các nhà quản lý cũng nên cân nhắc cho phép áp dụng cơ chế CPĐT tại Việt Nam để không làm mất đi sức hấp dẫn của thị trường.

Thứ hai, về điều kiện áp dụng: Cơ chế CPĐT 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...

Thứ ba, về cách thức áp dụng: Dựa trên những phân tích về tính phù hợp và điều kiện áp dụng CPĐT, tác giả đề xuất một số một số kiến nghị ban đầu về việc áp dụng CPĐT tại Việt Nam, cụ thể:

i) Cho phép thí điểm thử nghiệm cổ phiếu đa tầng trên một nhóm ngành hoặc công ty có đặc điểm riêng biệt. Trong xu thế toàn cầu và thực tiễn thị trường Việt Nam như hiện nay, cơ quan quản lý có thể xem xét áp dụng CPĐT trên nhóm ngành Công nghệ thông tin trước bởi đây là nhóm ngành đang phát triển và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong tương lai nhưng lại đối mặt với nhiều rủi ro và nguy cơ bị thâm tóm bởi các tập đoàn nước ngoài.

(ii) Đối với các doanh nghiệp được phép duy trì cơ chế CPĐT, cơ quan quản lý cần có sự kiểm soát nghiêm ngặt thông qua việc ban hành quy định, hướng dẫn cụ thể về các quy chuẩn quản trị công ty cần tuân thủ. Cùng với đó, các quy định cũng cần có điều khoản rõ ràng về việc bảo vệ lợi ích của các cổ đông thiểu số và có cơ chế trao quyền cho cơ quan quản lý để giám sát việc thực thi nghĩa vụ này của các công ty sử dụng cơ chế CPĐT.

(iii) Trong khuôn khổ giám sát, cơ quan quản lý cũng cân nhắc cơ chế cho phép các doanh nghiệp hoàn toàn có quyền chủ động quyết định loại cổ phiếu mà mình phát hành, tỷ lệ biểu quyết của cổ phiếu kép và các nhà đầu tư cũng toàn quyền trong việc lựa chọn đầu tư vào loại cổ phiếu nào. Nghiên cứu của Hossain và Kryzanowski (2019) cũng chỉ ra rằng, cấu trúc CPĐT thể hiện lợi thế rõ rệt về tăng cường giá trị doanh nghiệp

hơn trong giai đoạn đầu của hậu IPO nhưng giảm dần tác động này trong dài hạn. Chính vì vậy, việc cho phép doanh nghiệp và các nhà đầu tư được lựa chọn linh hoạt sử dụng cơ chế cổ phiếu này cũng

tạo điều kiện các doanh nghiệp chủ động kinh doanh và đây cũng là điều mà TTCK Việt Nam cần hướng tới trong dài hạn để đảm bảo tính cạnh tranh và phát triển bền vững.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Aggarwal, D., Eldar, O., Hochberg, Y. V., & Litov, L. P. (2022). The rise of dual-class stock IPOs. *Journal of Financial Economics*, 144(1), 122-153.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.12.012>
- [2]. Allaire, Y. (2019). *The Case for Dual-Class of Shares*.
- [3]. Aluchna, M. (2015). Corporate governance in founders' controlled companies. *Journal of Corporate Governance Insurance and Risk Management*, 2(S2), 66-83. <https://doi.org/10.56578/jcgirm02s204>
- [4]. Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol. 58 No. 3, pp. 1301-1328.
- [5]. Arugaslan, O., Cook, D. O., & Kieschnick, R. (2010). On the decision to go public with dual class stock. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 170-181.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.07.004>
- [6]. Bebchuk, L.A. and Kastiel, K. (2017). The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, Vol. 103 No. 4, pp. 585-630.
- [7]. Chan, R. and Ho, J. (2014). Should listed companies be allowed to adopt dual-class share structure in hong kong?. *Common Law World Review*, 43(2), 155-182. <https://doi.org/10.1350/clwr.2014.43.2.0270>
- [8]. Cronqvist, H. and Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 No. 4, pp. 695-719.
- [9]. Dyck, Alexander, and Luigi Zingales. (2004). Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance* 59, 537-600
- [10]. Dimitrov, V. and Jain, P. C. (2006). Recapitalization of one class of common stock into dual-class: growth and long-run stock returns. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 342-366.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.10.002>
- [11]. Doidge, C. (2004). US cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 72 No. 3, pp. 519-553.
- [12]. Dual Class Stock: Background and Policy Debate. (2021). <https://crsreports.congress.gov/>
- [13]. Gilson, R. J. (1987). Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes. *Virginia Law Review*, 73(5), 807-844. <https://doi.org/10.2307/1072967>
- [14]. Giovannini, R. (2010). Corporate governance, family ownership and performance. *Journal of Management & Governance*, Vol. 14 No. 2, pp. 145-166.
- [15]. Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2009). Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the united states. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1051-1088. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp024>
- [16]. Gurrea-Martínez, A. (2021). Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate. *European Business Organization Law Review*, 22(3), 475-515.
<https://doi.org/10.1007/s40804-021-00212-4>

- [17]. Hauser, S. and Lauterbach, B. (2003). The value of voting rights to majority shareholders: evidence from dual-class stock unifications. *Review of Financial Studies*, 17(4), 1167-1184. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg061>
- [18]. Hossain, A.T. (2014). Dual v. single class firms: an acquisition perspective. *Journal of Accounting & Finance*, Vol. 14 No. 3, pp. 9-20.
- [19]. Hossain, A. and Kryzanowski, L. (2019). A review of the literature on dual-class firms. *Managerial Finance*, 45(9), 1199-1218. <https://doi.org/10.1108/mf-10-2018-0505>.
- [20]. Howell, J. W. (2017). The survival of the U.S. dual class share structure. *Journal of Corporate Finance*, 44, 440-450. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.07.006>
- [21]. Jay R. Ritter Cordell. (2024). Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2023, University of Florida 352.846-2837 voice <http://site.warrington.ufl.edu/ritter> April 11, 2024
- [22]. Institute, C. F. (2020). *Dual-Class Stocks*. Corporate Finance Institute.
- [23]. Investors, C. o. i. (2021). *Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2020 Statistics*.
- [24]. Investors, C. o. i. (2022). *Newly Public Operating Companies Snapshot: 2021*. <https://www.cii.org/>
- [25]. Ji, L. and Hwang, Y. (2018). Dual-class firms' choice of performance measures in ceo stock compensation contracts. *Review of Accounting and Finance*, 17(4), 540-562. <https://doi.org/10.1108/raf-09-2016-0133>.
- [26]. Jordan, B. D., Kim, S., & Liu, M. H. (2016). Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure. *Journal of Corporate Finance*, 41, 304-328.
- [27]. K. J. Martijn Cremers, B. L., Anete Pajuste. (2020). The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation
- [28]. Kim, S. (2023). Dual-class share structure and firm risks. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102084. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102084>
- [29]. King, M.R. and Santor, E. (2008). Family values: ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32 No. 11, pp. 2423-2432.
- [30]. Klein, P., Shapiro, D. and Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 No. 6, pp. 769-784.
- [31]. Lobanova, O., Mishra, S., Raghunandan, K., & Aidov, A. (2020). Dual-class ownership structure and audit fees. *International Journal of Auditing*, 24(1), 163-176. <https://doi.org/10.1111/ijau.12185>
- [32]. Mary Leung, R. T. (2019). *Dual-class shares: the good, the bad, and the ugly*.
- [33]. Masulis, R. W. and Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, 64(4), 1697-1727. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01477.x>
- [34]. Nguyen, V. and Xu, L. (2010). The impact of dual class structure on earnings management activities. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(3-4), 456-485. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02203.x>
- [35]. Osaki, S. (2015). *Toyota to Issue Class Shares. (Iakyara, vol. 218)*. (Nomura Research Institute)
- [36]. Reddy, B. V. (2021). Up the hill and down again: Constraining dual-class shares. *The Cambridge Law Journal*, 80(3), 515-551. <https://doi.org/10.1017/S000819732100101X>
- [37]. Ritter, J. R. (2021). *Dual Class Structure of IPOs Through 2021* [University of Florida].
- [38]. Roberto Tallarita, High Tech, Low Voice: Dual-Class IPOs in the Technology Industry, 05/2018..

- [39]. Sekerci, N. and Pagach, D. (2020). Firm ownership and enterprise risk management implementation: evidence from the nordic region. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 210. <https://doi.org/10.3390/jrfm13090210>.
- [40]. Thamodaran, S. I. G. a. A. S. (2013). *Capital formation: Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structures*. INSIGHTS,, Volume 27 Number 3, .
- [41]. Thomas J Egan, J. T., Ivy Wong, Mark Bell. (2020). *The revival of dual class shares*.
- [42]. Villalonga, B. and Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 80 No. 2, pp. 385-417.
- [43]. Walter, K. B. a. G. (2016). *Dual Class Shares Legal Scholarship Repository*.
- [44]. Yan, M. (2021). The Myth of Dual Class Shares: Lessons from Asia's Financial Centres. *Journal of Corporate Law Studies*, No. 347/2021. <https://ssrn.com/abstract=3768598> (Queen Mary Law Research Paper)

Thông tin tác giả:

1. Hoàng Bảo Ngọc

- Đơn vị công tác: Trường Đại học Công đoàn

- Địa chỉ email: ngochb@dhcd.edu.vn

2. Nguyễn Thị Hạnh

- Đơn vị công tác: Trường Đại học Công đoàn

Ngày nhận bài: 20/6/2024

Ngày nhận bản sửa: 27/6/2024

Ngày duyệt đăng: 29/6/2024