

DOANH NHÂN & DOANH NGHIỆP

QUẢN TRỊ



QUỸ TÍN THÁC ESOP CÔNG CỤ ĐỂ PHÂN PHỐI CỔ PHIẾU ESOP CÔNG BẰNG VÀ MINH BẠCH

Sự phát triển nhanh của thị trường vốn Việt Nam đang đặt ra yêu cầu cao hơn về tính minh bạch và chuẩn mực quản trị doanh nghiệp. Trong bối cảnh đó, việc phân phối cổ phiếu ESOP thông qua Quỹ tín thác ESOP có thể là một cơ chế phù hợp để đáp ứng được các yêu cầu này.

NGUYỄN KIM NHƯ - PHẠM THANH MAI (*)

Dưới góc nhìn quản trị công ty và quản trị nhân sự hiện đại, “Chương trình lựa chọn cho người lao động”⁽¹⁾ (sau đây gọi tắt là ESOP - *Employee Stock Ownership Plan*) là một phần quan trọng trong chiến lược về nhân sự của doanh nghiệp. Chính sách ESOP có tác dụng vừa góp phần giải quyết bài toán “vấn đề người đại diện” (*agency problem*) bằng cách gắn kết người lao động với sự phát triển dài hạn của doanh nghiệp, tạo động lực để nhân viên làm việc, vừa giúp gia tăng số lượng

cổ đông, từ đó tăng tính minh bạch trong hoạt động của doanh nghiệp.

Liệu cổ phiếu ESOP có thực sự vào tay người lao động?

Một kết quả nghiên cứu năm 2023 cho thấy tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) của doanh nghiệp được cải thiện đáng kể sau khi triển khai chính

sách ESOP; đồng thời, hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp có chính sách ESOP cũng tốt hơn so với các doanh nghiệp không áp dụng chính sách này⁽²⁾.

Tuy nhiên, thực tiễn tại Việt Nam cho thấy chính sách ESOP khó phát huy hiệu quả như mong đợi trong nhiều trường hợp bởi một nghịch lý: số lượng cổ đông không tăng lên đáng kể, còn phần lớn cổ phần phát hành theo ESOP lại bị tập trung vào một nhóm người lao động nhất định, chủ yếu là các thành viên của hội đồng quản trị hoặc ban giám đốc của doanh nghiệp đó (sau đây gọi chung là “Nhóm Quản trị”)⁽³⁾.

Thực trạng này xuất phát từ nhiều nguyên nhân, trong đó có cách thức xây dựng, thông qua và triển khai chính sách ESOP. Theo quy định tại điều 69 của Nghị định 155/2020, bản thảo chính sách ESOP sẽ do Nhóm Quản trị xây dựng và trình đại hội đồng cổ đông (ĐHĐCĐ) thông qua. Tuy nhiên, tại thời điểm trình ĐHĐCĐ, nội dung chính sách ESOP thường chỉ gồm nội dung chung như số lượng cổ phiếu phát hành, tỷ lệ phát hành và các nguyên tắc phân phối mang tính định tính; còn các tiêu chuẩn lựa chọn người lao động được hưởng cổ phiếu ESOP thường chưa được xác định cụ thể.

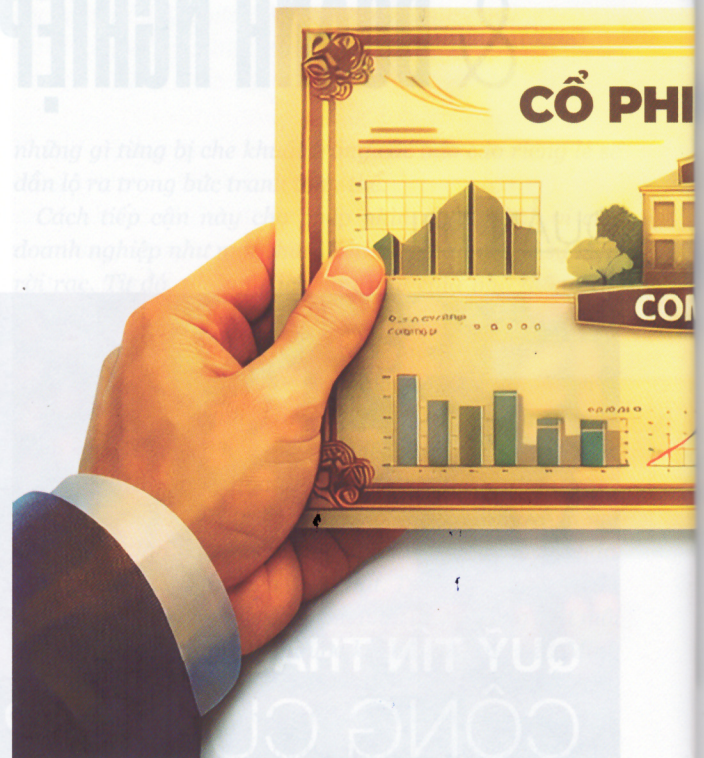
Sau khi chính sách ESOP được thông qua, ĐHĐCĐ sẽ ủy quyền cho Nhóm Quản trị triển khai thực hiện. Lúc này, trên cơ sở ủy quyền từ ĐHĐCĐ và nội dung ESOP được ĐHĐCĐ thông qua, Nhóm Quản trị sẽ tiếp tục chi tiết hóa các tiêu chuẩn lựa chọn người lao động được hưởng cổ phiếu ESOP, từ đó xác định danh sách người được mua và số cổ phần phân bổ cho từng người.

Do pháp luật Việt Nam hiện nay chưa có quy định về cơ chế giám sát độc lập ở giai đoạn này, Nhóm Quản trị có thể đặt ra các tiêu chí lựa chọn mang tính chủ quan để ưu tiên phân phối cổ phiếu ESOP cho nhóm quản lý cấp cao hoặc thậm chí phân phối phần lớn ESOP cho chính các thành viên trong Nhóm Quản trị. Nói cách khác, Nhóm Quản trị vừa có quyền xác định ai được hưởng cổ phiếu ESOP, vừa có thể là đối tượng hưởng lợi từ chính quyết định đó. Khi đó, xung đột lợi ích giữa ĐHĐCĐ và Nhóm Quản trị, hay còn gọi là vấn đề người đại diện, theo đó không những không giảm đi mà còn chuyển hóa thành dạng thức xung đột khác, làm suy giảm ý nghĩa thực chất của chính sách ESOP.

Để khắc phục tình trạng này, một trong các phương án thường được xem xét là doanh nghiệp cần thiết lập một cơ chế giám sát độc lập và hiệu quả trong suốt quá trình thực hiện chính sách ESOP.

Quỹ tín thác ESOP - một cơ chế để kiểm soát việc phân phối ESOP

Quỹ tín thác (*trust*) là một cấu trúc pháp lý đặc biệt trong hệ thống luật Anh - Mỹ, nơi tồn tại nền tảng chế



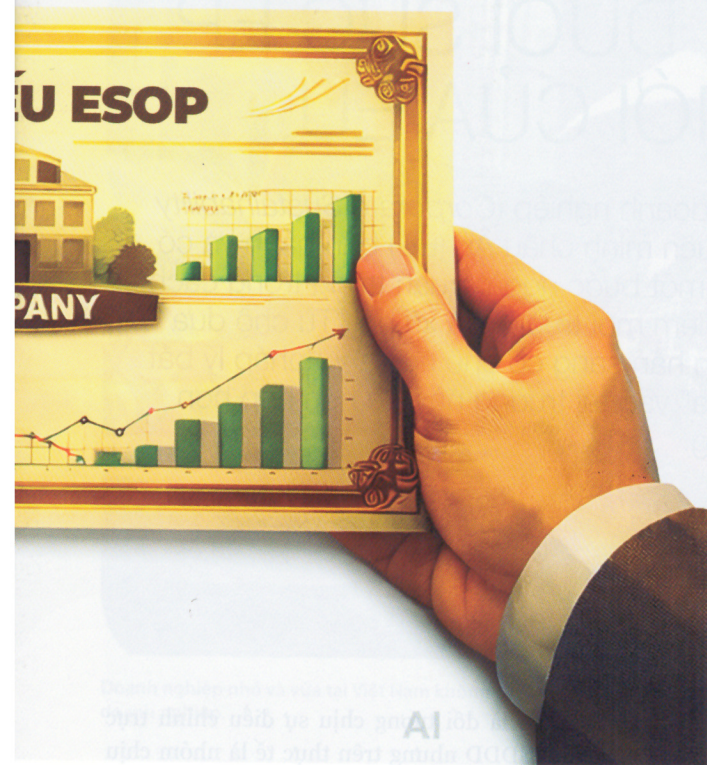
định tín thác và luật công bình (*trust and equity*). Điểm cốt lõi của chế định này là các quyền chiếm hữu, quyền sử dụng, và quyền định đoạt tài sản (ba quyền năng của quyền sở hữu)⁽⁴⁾ được phân tách và giao cho ba chủ thể độc lập nắm giữ. Theo đó, quyền chiếm hữu tài sản thuộc về người lập tín thác (*grantor*). Người lập tín thác chuyển quyền định đoạt tài sản cho một bên độc lập quản lý (*trustee*) theo quy tắc đã được xác định trước, và chuyển quyền sử dụng tài sản cho người thụ hưởng (*beneficiary*). Trên cơ sở tín thác từ người lập tín thác, bên quản lý sẽ định đoạt tài sản bằng cách phân phối lợi nhuận và tài sản cho người thụ hưởng theo đúng mục đích của tín thác.

Trong bối cảnh ESOP, chúng tôi cho rằng nguyên tắc của tín thác có thể được ứng dụng để đảm bảo tính minh bạch và công bằng cho trong việc phân phối cổ phiếu ESOP như sau: công ty lập một quỹ tín thác (*trust fund*) và chuyển toàn bộ cổ phiếu ESOP vào quỹ tín thác này; quỹ tín thác sẽ nắm giữ, quản lý lượng cổ phiếu ESOP và phân phối lại cho người lao động nhận quyền theo tiêu chí đã được phê duyệt trước.

Cụ thể, mô hình phân phối ESOP thông qua quỹ tín thác có thể vận hành theo các bước sau:

Bước 1 - Thành lập Quỹ tín thác ESOP

Công ty thiết lập một Quỹ tín thác ESOP với điều lệ hoạt



động và tiêu chí phân phối cụ thể để trình ĐHCĐ phê duyệt. Khi trình phương án thành lập Quỹ tín thác ESOP, Nhóm Quản trị buộc phải xác định rõ các tiêu chí phân phối và không được tùy ý thay đổi các tiêu chí này sau khi quỹ đã được thiết lập. Quỹ tín thác ESOP được quản lý bởi một bộ phận độc lập với Nhóm Quản trị trong công ty, hoặc bởi các tổ chức độc lập và chuyên nghiệp ngoài doanh nghiệp⁽⁵⁾.

Bước 2 - Phát hành cổ phiếu ESOP vào Quỹ tín thác ESOP

Thay vì phân phối trực tiếp cổ phiếu cho từng người lao động, doanh nghiệp sẽ phát hành cổ phiếu ESOP vào Quỹ tín thác ESOP để Quỹ nắm giữ các cổ phiếu này trong thời gian xác định người lao động nào đủ điều kiện được hưởng cổ phiếu ESOP.

Bước 3 - Phân phối theo tiêu chí đã được thông qua

Dựa vào các tiêu chí đã được thông qua, Quỹ tín thác ESOP sẽ phân bổ cổ phiếu ESOP cho từng người lao động khi họ đáp ứng được các tiêu chí đó. Nếu người lao động rời doanh nghiệp trước thời hạn hoặc không còn đáp ứng điều kiện hưởng ESOP, số cổ phiếu tương ứng có thể được hoàn trả về Quỹ và sau đó được phân phối lại cho những người lao động khác. Đây là một phương án xử lý linh hoạt hơn so với cơ chế hiện nay, khi mà doanh nghiệp thường

phải mua lại cổ phiếu theo mệnh giá, dẫn đến nguy cơ giảm vốn.

Với cơ chế vận hành như trên, Quỹ tín thác ESOP sẽ tạo ra rất nhiều lợi ích cho các bên liên quan. Quỹ tín thác ESOP giúp tách bạch quyền xác định người được thụ hưởng và quyền thụ hưởng cổ phiếu ESOP của Nhóm Quản Trị, từ đó giữ vai trò như một “bộ phận quản trị trung lập”, nhằm điều hòa xung đột lợi ích giữa các bên (các cổ đông, Nhóm Quản trị, và người lao động).

Thông qua Quỹ tín thác ESOP, chính sách ESOP không bị lợi dụng để trở thành công cụ gia tăng tỷ lệ sở hữu của các thành viên Nhóm Quản trị. Việc phân phối cổ phiếu ESOP thông qua Quỹ tín thác ESOP góp phần nâng cao uy tín của doanh nghiệp, tạo niềm tin cho thị trường và người lao động về chuẩn mực quản trị của doanh nghiệp.

Tương lai của Quỹ tín thác ESOP

Sự phát triển nhanh của thị trường vốn Việt Nam đang đặt ra yêu cầu cao hơn về tính minh bạch và chuẩn mực quản trị doanh nghiệp. Trong bối cảnh đó, việc phân phối cổ phiếu ESOP thông qua Quỹ tín thác ESOP có thể là một cơ chế phù hợp để đáp ứng được các yêu cầu này.

Trong tương lai, khi cơ chế hoạt động của quỹ tín thác được hoàn thiện tại Việt Nam, Quỹ tín thác ESOP có thể trở thành bước tiến quan trọng để đảm bảo rằng chính sách ESOP thực sự phát huy hiệu quả đối với những người lao động đúng như mục đích thật của nó.

⁽¹⁾ Công ty Luật TNHH Global Vietnam Lawyers

⁽²⁾ Trong bài viết này, người viết sử dụng cụm từ “Chương trình lựa chọn cho người lao động”, là thuật ngữ được sử dụng tại Nghị định 155/2020 để dịch thuật ngữ “Employee Stock Ownership Plan - ESOP”.

⁽³⁾ “Tuy nhiên, chính sách ESOP chỉ phát huy hiệu quả nhất nếu công ty phát hành ESOP >= 10% tổng nhân viên.” theo Lưu Thu Quang, “Đánh giá hiệu quả của chính sách phát hành cổ phiếu cho nhân viên bằng phương pháp DID” (2024), VNU Journal of Economics and Business (Tạp chí Kinh tế và Kinh doanh), Vol. 4, No. 3 (2024) 55-63 <<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v4i3.289>>

⁽⁴⁾ Lưu Minh Sang, Phạm Ngọc Nhật Phương, “Thiếu cơ chế kiểm soát – cổ phiếu ESOP có thể bị lạm dụng”, Trường Đại học Kinh tế - Luật, ĐHQG TPHCM (Kinh tế Sài Gòn, tháng 6-2021) <<https://thesaigontimes.vn/thieu-co-che-kiem-soat-co-phieu-esop-co-the-bi-lam-dung/>> truy cập ngày 6-4-2026.

⁽⁵⁾ Lý thuyết về ba quyền năng cơ bản của quyền sở hữu này được ghi nhận ở Điều 158 Bộ luật Dân sự 2015. Mặc dù khái niệm về các quyền cấu thành nên quyền sở hữu có thể được hiểu khác nhau giữa hệ thống dân luật và thông luật, trong phạm vi bài viết này, và nhằm giúp độc giả dễ hình dung hơn về chế định tín thác của thông luật, người viết chọn cách tiếp cận từ quy định của Bộ luật Dân sự như được diễn giải nêu trên.

⁽⁶⁾ Tham khảo <<https://www.nceo.org/articles/choosing-employee-ownership-consultants>> truy cập ngày 6-4-2026

(Mời quý bạn đọc xem thêm ở các bài về Quỹ tín thác ở Tạp chí KTSG số 15-2026, phát hành vào ngày 9-4-2026)