

# Đổi mới quản trị công ty và những yêu cầu đối với cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam

Trần Việt Lâm\*

Ngày nhận: 10/3/2015

Ngày nhận bản sửa: 7/4/2015

Ngày duyệt đăng: 30/6/2015

## Tóm tắt:

Nhiệm vụ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong 2 năm 2014-2015 là rất lớn. Mục tiêu của cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước là nâng cao hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp có vốn nhà nước và vì vậy, yêu cầu bắt buộc là phải đổi mới quản trị công ty sau cổ phần hóa. Dựa trên Lý thuyết quyền sở hữu, bài báo trình bày những yêu cầu đối với việc quản trị các công ty cổ phần. Trên cơ sở phân tích thực trạng quản trị các công ty cổ phần hiện nay, bài báo đưa ra những yêu cầu cho quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong thời gian tới.

**Từ khóa:** Lý thuyết quyền sở hữu; đổi mới quản trị công ty; cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước.

## The innovation of corporate governance and requirements for the equitization of state-owned enterprises in Vietnam

### Abstract:

The mission of equitization of state-owned enterprises in the two years from 2014 to 2015 is extremely significant. The objective of equitization is to improve business efficiency of state-owned enterprises, and therefore a mandatory requirement is to innovate corporate governance after equitization. Based on the property right theory, the article presents the requirements for the management of stock companies. On the basis of analyzing the management situation of joint stock companies at present, the article identifies requirements for the equitization of state owned enterprises in the coming time.

**Keywords:** Property right theory; innovation of corporate governance, equitization of state-owned enterprises.

## 1. Đặt vấn đề

Nâng cao hiệu quả kinh doanh là yêu cầu đối với mọi doanh nghiệp (DN) hoạt động trong cơ chế kinh tế thị trường và để nâng cao hiệu quả kinh doanh thì mọi doanh nghiệp đều phải đổi mới quản trị doanh nghiệp theo thông lệ kinh tế thị trường. Các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) sau khi cổ phần hóa sẽ trở thành các công ty cổ phần (CTCP), vì vậy bài báo sẽ tập trung trình bày việc đổi mới quản trị công ty cổ phần. Bài báo hướng tới trả lời những câu hỏi sau: “thực trạng quản trị công ty cổ phần ở Việt Nam hiện nay?”, “cần đổi mới quản trị công ty cổ phần như thế nào?” và “cần đặt ra những yêu cầu gì

cho quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước hiện nay?”. Các yêu cầu đổi mới quản trị công ty cổ phần được trình bày dựa trên kết quả của Lý thuyết quyền sở hữu (Property Right Theory). Thực trạng quản trị công ty cổ phần tại Việt Nam được trình bày dựa trên những đánh giá của các tổ chức quốc tế như International Finance Corporation (IFC), Asean Capital Markets Forum (ACMF) và Asean Development Bank (ADB). Bài báo không đưa ra những giải pháp cho việc đổi mới quản trị công ty (QTCT). Với mục tiêu đổi mới quản trị công ty tại các doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa, bài báo đưa ra những yêu cầu cho quá trình cổ phần hóa doanh

ngành nhà nước hiện nay.

## 2. Đổi mới quản trị công ty

Lý thuyết quyền sở hữu được hình thành do sự cần thiết đánh giá ảnh hưởng của những hình thức sở hữu đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Lý thuyết quyền sở hữu được phát triển bởi Eirik G.Furubotn & Svetozar Pejovich (1972) và sau đó là Eugene F.Fama & Michael C.Jensen (1983), Oliver Hart & John Moore (1990). Lý thuyết quyền sở hữu đã cung cấp một phương thức phân tích doanh nghiệp và tổ chức của doanh nghiệp cho dù đây không phải là mục tiêu đầu tiên của nó.

Theo Lý thuyết quyền sở hữu, một quyền sở hữu trên một tài sản được xác định bởi ba thuộc tính sau đây:

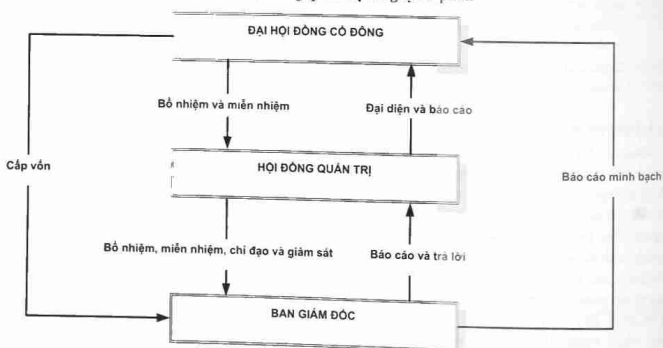
- Quyền được sử dụng tài sản này;
- Quyền rút ra được thu nhập từ tài sản này;
- Quyền chuyển nhượng cho một người thứ ba.

Mỗi một quyền trên có thể có những giới hạn ràng buộc được đặt ra bởi pháp luật hay bằng hợp đồng. Với lý thuyết quyền sở hữu, doanh nghiệp được xem như một tập hợp những hợp đồng thiết lập một cấu trúc nhất định những quyền sở hữu. Chức năng đầu tiên của quyền sở hữu, đặc biệt của quyền sở hữu tư nhân là cung cấp cho những cá thể sự khuyến khích, động viên nhằm tạo ra, duy trì và gia tăng giá trị tài sản (Benjamin Coriat & Olivier Weinstein, 2011). Lý thuyết quyền sở hữu đưa ra

khái niệm người yêu sách sau cùng (Residual Claims), đó là những người chịu rủi ro còn lại ngoài rủi ro đã được cam kết trang trải của những đại diện lớn. Những người yêu sách cuối cùng có quyền quan sát và kiểm tra hành vi của các thành viên thuộc ê kíp nắm giữ các nguồn lực (Eugene F.Fama & Michael C.Jensen, 1983). Lý thuyết quyền sở hữu đã chỉ ra rằng, cấu trúc những quyền sở hữu của doanh nghiệp, một mặt phải tận dụng được những lợi thế của chuyên môn hóa, mặt khác phải đảm bảo một hệ thống động viên và kiểm soát có hiệu quả. Chủ đề bất biến mà Lý thuyết quyền sở hữu hướng tới chứng minh là việc trao cho các cá thể những quyền sở hữu hoàn toàn là điều kiện của tính hiệu quả kinh tế. Với lý thuyết quyền sở hữu, quản trị công ty bao gồm một tập hợp đầy đủ các hệ thống, các quá trình và thủ tục nhằm điều tiết mối quan hệ giữa những nhà quản trị với cổ đông nói riêng và với các bên hữu quan cấu thành công ty nói chung (H.Kent Baker & Ronald Anderson, 2011). Trong các công ty cổ phần, quyền sở hữu được mở rộng ra cho một số lượng lớn cá nhân và tổ chức, nhu cầu quản trị kép phát sinh, quản trị kinh doanh (Business Management) và quản trị công ty (Corporate Governance). Quản trị kinh doanh và quản trị công ty diễn ra đồng thời nhằm đem lại hiệu quả cao nhất trong quá trình tập hợp và phân bổ nguồn lực từ đó đem lại giá trị cao nhất cho những quyền sở hữu.

Quản trị công ty được cho là có hiệu quả khi

Hình 1: Hệ thống quản trị công ty cổ phần



Nguồn: IFC (2010)

khích lệ được Ban giám đốc (BGD) và Hội đồng quản trị (HDQT) theo đuổi các mục tiêu vì lợi ích của công ty và của các cổ đông, cũng như tạo điều kiện thuận lợi cho việc giám sát hoạt động của công ty một cách hiệu quả, từ đó khuyến khích công ty sử dụng các nguồn lực một cách tốt nhất. Đối mới quản trị công ty hướng tới những giá trị sau:

- Tính công bằng, đảm bảo đối xử công bằng đối với mọi cổ đông;

- Tính giải trình, đảm bảo sự giám sát có hiệu quả từ phía Hội đồng quản trị và đảm bảo trách nhiệm giải trình của Hội đồng quản trị trước các cổ đông;

- Tính minh bạch, đảm bảo các thông tin quan trọng liên quan đến công ty đều công khai một cách kịp thời, chính xác;

- Tính trách nhiệm, đảm bảo để các bên có quyền lợi liên quan đều có trách nhiệm hợp tác tích cực trong việc phát triển công ty.

### 3. Thực trạng quản trị công ty tại Việt Nam

Năm 2008, IFC và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã thực hiện Dự án quản trị công ty tại Việt Nam. Dựa trên việc khảo sát 100 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán đại diện cho hơn 80% tổng giá trị vốn hóa thị trường, Dự án đã đưa ra kết quả đánh giá về quản trị công ty như sau:

#### Kết quả đánh giá chung

Các nội dung chính được đánh giá dựa trên Các nguyên tắc quản trị công ty của Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD), với 5 tiêu chí, đó là: quyền của cổ đông; đối xử bình đẳng với các cổ đông; vai trò của các bên có liên quan trong quản trị công ty; minh bạch và công bố thông tin; trách nhiệm của Hội đồng quản trị, với trọng số lần lượt là: 15%; 20%; 5%; 30%; 30%. quản trị công ty được xếp hạng là “xuất sắc” nếu mức điểm đạt từ 75% trở lên, xếp hạng “tốt” nếu mức điểm từ 65%-74%; xếp

hạng trung bình nếu mức điểm từ 50%-64%; xếp hạng “yếu” là điểm số dưới 50%.

Như vậy, trong giai đoạn 2009-2011, điểm bình quân quản trị công ty của các doanh nghiệp Việt Nam xếp ở hạng yếu, không có doanh nghiệp nào đạt kết quả đáng hài lòng (điểm trên mức 60%). Nghiên cứu của IFC cũng chỉ ra rằng, những công ty có điểm quản trị công ty cao hơn thì cũng có hiệu quả kinh doanh cao hơn. 25 công ty có điểm quản trị công ty cao nhất thì lợi nhuận ròng trên tổng tài sản (ROA) bình quân là 9,5%, lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) bình quân là 17,2%, trong khi 2 con số này của 25 công ty có điểm quản trị công ty thấp nhất chỉ là 1,4% và 1,2%. Trong 5 tiêu chí được sử dụng để đánh giá thì 3 tiêu chí có trọng số lớn nhất là đối xử bình đẳng với cổ đông (20%), minh bạch và công bố thông tin (30%) và trách nhiệm của Hội đồng quản trị (30%). Theo ba tiêu chí này, điểm đánh giá của các công ty Việt Nam là rất thấp.

#### Kết quả đánh giá về đối xử bình đẳng với cổ đông

Hạn chế lớn nhất trong đối xử bình đẳng với cổ đông của các công ty Việt Nam là không có chính sách hiệu quả cho việc thông qua các giao dịch của bên có liên quan, cụ thể không có định nghĩa rõ ràng về giao dịch với bên liên quan, đồng thời chính sách xử lý đối với những giao dịch này của Hội đồng quản trị và Đại hội đồng cổ đông cũng không rõ ràng. Hạn mức mà Hội đồng quản trị phải xin phê chuẩn của các cổ đông khi giao dịch với bên liên quan là rất cao, ở mức 50% tổng tài sản. Như vậy có rất ít giao dịch với bên liên quan mà Hội đồng quản trị phải xin phê chuẩn của các cổ đông. Tại Đại hội đồng cổ đông thường niên, thông tin cung cấp cho cổ đông thường không đầy đủ và chỉ được cung cấp trong một thời lượng quá ngắn trước khi Đại hội. Hầu hết các công ty chưa tạo điều kiện để cổ đông

**Bảng 1: Kết quả đánh giá quản trị công ty giai đoạn 2009-2011 qua điều tra**

Đơn vị: %

	Trung bình			Thấp nhất			Cao nhất		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Kết quả chung	43,9	44,7	42,5	20,5	29,3	17,4	60,9	58,6	57,5
Quyền cổ đông	46,8	48,5	47,0	2,4	19,3	11,9	78,6	74,0	73,8
Đối xử bình đẳng với cổ đông	65,1	61,0	57,8	25,0	39,0	13,9	86,1	78,0	80,6
Vai trò của các bên liên quan	29,2	29,4	22,7	6,3	0,0	6,3	68,8	68,0	62,5
Minh bạch và công bố thông tin	39,4	43,2	40,1	15,6	24,3	21,7	62,5	61,3	60,0
Trách nhiệm của HDQT	35,3	36,1	35,9	11,3	17,7	9,7	53,2	55,0	54,8

Nguồn: IFC (2012, tr.13)

**Bảng 2: Kết quả đánh giá về đối xử bình đẳng với cổ đông giai đoạn 2009-2011 qua điều tra**

Đơn vị: %

	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011
Mức điểm tối đa có thể đạt được trong lĩnh vực đối xử bình đẳng với cổ đông	20,0	20,0	20,0
Điểm số cao nhất trong các công ty được khảo sát	17,2	15,6	16,1
Điểm số thấp nhất trong các công ty được khảo sát	5,0	7,8	2,8
Mức điểm trung bình của các công ty được khảo sát	13,0	12,2	11,6

Nguồn: IFC (2012, tr.55)

**Bảng 3: Kết quả đánh giá về minh bạch và công bố thông tin giai đoạn 2009-2011 qua điều tra**

Đơn vị: %

	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011
Mức điểm tối đa có thể đạt được trong lĩnh vực minh bạch và công bố thông tin	30,0	30,0	30,0
Điểm số cao nhất trong các công ty được khảo sát	18,8	18,4	18,0
Điểm số thấp nhất trong các công ty được khảo sát	4,7	7,3	6,5
Mức điểm trung bình của các công ty được khảo sát	11,8	13,0	12,0

Nguồn: IFC (2012, tr.67)

thực hiện biểu quyết ở nước ngoài. Các cổ đông nhỏ gặp rất nhiều khó khăn trong việc tham gia đóng góp nội dung cho chương trình nghị sự của Đại hội đồng cổ đông thường niên.

#### **Kết quả đánh giá về minh bạch và công bố thông tin**

Hạn chế lớn nhất đối với việc minh bạch và công bố thông tin của các công ty Việt Nam là thiếu cam kết về minh bạch và công bố thông tin có chất lượng mặc dù Bộ Tài chính đã có những thông tư hướng dẫn. Chất lượng thông tin của Báo cáo thường niên thấp. Với nhiều công ty, Báo cáo thường niên được sử dụng như một công cụ quảng bá hình ảnh, quan hệ công chúng hơn là phương tiện đưa thông tin đến cổ đông về năng lực lãnh đạo công ty trước những thay đổi của môi trường kinh doanh, thông tin có chất lượng về kinh nghiệm của các thành viên Hội đồng quản trị. Báo cáo thường niên của các công ty chỉ cung cấp thông tin sơ sài về chính sách lương thưởng, thông tin về thù lao của Hội đồng quản trị và Ban Kiểm soát (BKS) không đầy đủ, rõ ràng và không có liên hệ trực tiếp với kết quả kinh doanh dài hạn của công ty. Thông tin về tình hình dự họp Hội đồng quản trị, Ban Kiểm soát của từng thành viên Hội đồng quản trị, Ban Kiểm soát cũng không được cung cấp đầy đủ. Báo cáo về quản trị công ty không đảm bảo chất lượng. Nhiều công ty chậm nộp Báo cáo tài chính cho thấy những yếu kém nội tại của công ty về hệ thống kế toán, về quy trình, kỹ năng

quản trị tài chính hoặc về kết quả kinh doanh. Hầu hết các công ty không đề cập rõ ràng đến tính độc lập của kiểm toán.

#### **Kết quả đánh giá về trách nhiệm của Hội đồng quản trị**

Những hạn chế lớn nhất về trách nhiệm của Hội đồng quản trị của các công ty Việt Nam là không có các giá trị và định hướng công ty rõ ràng theo sự chỉ đạo của Hội đồng quản trị. Trong hầu hết các công ty được khảo sát, Chủ tịch Hội đồng quản trị không độc lập với công ty (để độc lập Chủ tịch phải có quyền hạn phù hợp, không phải là cổ đông lớn hay đại diện của cổ đông lớn, không có quan hệ mật thiết với Ban giám đốc, không có quan hệ lao động hay làm ăn với công ty), không công khai thông tin về số vị trí trong các Hội đồng quản trị khác mà từng thành viên Hội đồng quản trị đang nắm giữ (theo quy định, mỗi thành viên Hội đồng quản trị chỉ được tham gia tối đa 6 Hội đồng quản trị). Các công ty cũng không có chính sách giới thiệu định hướng và có chương trình đào tạo đối với thành viên Hội đồng quản trị và Ban Kiểm soát mới được bổ nhiệm. Theo thông lệ quốc tế, Hội đồng quản trị phải đánh giá kết quả hoạt động hàng năm, báo cáo cho cổ đông về hoạt động đánh giá đó, cũng như việc sử dụng kết quả đánh giá đó cho các chương trình bồi dưỡng, đào tạo Hội đồng quản trị. Hầu hết các công ty được khảo sát chưa công khai thông tin về hoạt động này. Một trách nhiệm quan trọng của

**Bảng 4: Kết quả đánh giá về trách nhiệm của Hội đồng quản trị giai đoạn 2009-2011 qua điều tra**

Đơn vị: %

	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011
Mức điểm tối đa có thể đạt được trong lĩnh vực trách nhiệm của HĐQT	30,0	30,0	30,0
Điểm số cao nhất trong các công ty được khảo sát	16,0	16,5	16,4
Điểm số thấp nhất trong các công ty được khảo sát	3,4	5,3	2,9
Mức điểm trung bình của các công ty được khảo sát	10,6	10,8	10,8

Nguồn: IFC (2012, tr.80)

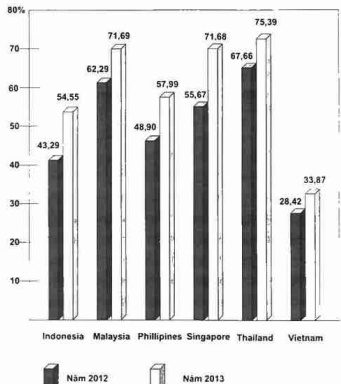
Hội đồng quản trị là kiểm soát công ty, bảo toàn tài sản của công ty. Tất cả những công ty được khảo sát chưa cung cấp những thông tin đầy đủ, có chất lượng về cơ chế và bộ máy kiểm soát nội bộ. Các công ty cổ phần của Việt Nam áp dụng mô hình Hội đồng quản trị 2 cấp, gồm Hội đồng quản trị và Ban Kiểm soát. Ban Kiểm soát có vai trò kiểm soát hoạt động sản xuất kinh doanh và hoạt động tài chính của công ty, giám sát công việc của Hội đồng quản trị và Ban giám đốc. Tại hầu hết các công ty được khảo sát, Ban Kiểm soát không có báo cáo đầy đủ về kết quả hoạt động của Hội đồng quản trị và Ban giám đốc.

Từ năm 2011, ACFM đã triển khai chương trình đánh giá quản trị công ty cho 6 quốc gia là Malaysia, Singapore, Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam. Kết quả Thẻ điểm quản trị công ty của 6 quốc gia năm 2012 và 2013 đã được công bố. Thẻ điểm quản trị công ty khu vực Asean được xây dựng dựa trên các quy tắc quản trị công ty của OECD và khuôn khổ luật pháp quản trị công ty của các nước tham gia. Năm tiêu chí tương tự được sử dụng để đánh giá là: quyền cổ đông; đối xử bình đẳng với các cổ đông; vai trò của các bên liên quan; minh bạch và công bố thông tin và trách nhiệm của Hội đồng quản trị song với với các trọng số lần lượt là: 10%; 15%; 10%; 25%; 40%. Mặc dù có sự cải thiện trong năm 2013 song mức điểm trung bình về quản trị công ty của các công ty Việt Nam vẫn là thấp nhất trong khu vực.

Tiêu chí chiếm trọng số lớn nhất trong đánh giá là trách nhiệm của Hội đồng quản trị. Theo tiêu chí này, điểm của các công ty Việt Nam là rất thấp, chỉ dao động từ 4,3 đến 14,2 trong khi điểm tối đa của tiêu chí này là 40. Trong các công ty được đánh giá, Báo cáo thường niên thường thiếu thông tin về trách nhiệm đối với các quyết định thuộc thẩm quyền của Hội đồng quản trị, không tạo ra cơ sở để cổ đông đánh giá trách nhiệm của Hội đồng quản trị, đánh

giá tính hợp lý của thù lao, đãi ngộ mà các thành viên Hội đồng quản trị được nhận. Hầu hết các công ty không đảm bảo tiêu chuẩn độc lập của Hội đồng quản trị. Hội đồng quản trị không thực hiện tốt việc giám sát rủi ro, không đề cập đến quy trình thủ tục nội bộ và hệ thống quản trị rủi ro. Hầu hết các công ty cũng không công bố chính sách phát triển năng lực của Hội đồng quản trị, các chương trình tập huấn cho các thành viên đương nhiệm và chính sách kế nhiệm. Theo các tiêu chí khác, điểm bình quân của các công ty Việt Nam cũng rất thấp. Những đánh giá của ACFM về cơ bản thống nhất với những đánh giá của IFC.

Với những đánh giá như đã trình bày có thể kết luận là theo các chuẩn mực quốc tế, chất lượng quản trị công ty của các công ty Việt Nam hiện nay là rất thấp. Các công ty Việt Nam phải thay đổi rất nhiều,

**Hình 2: Kết quả đánh giá quản trị công ty của các nước ASEAN năm 2012, 2013**

Nguồn: ADB (2014, tr.5)

**Bảng 5 : Kết quả đánh giá quản trị công ty giai đoạn 2012-2013 qua điều tra**

Đơn vị : %

	Mức điểm cao nhất	Điểm đánh giá của các công ty Việt Nam		
		Cao nhất	Thấp nhất	Trung bình
Quyền cổ đông	10	8,8	3,3	4,9
Đổi xử bình đẳng với cổ đông	15	11,5	4,4	6,6
Vai trò của các bên liên quan	10	8,6	0,0	3,2
Minh bạch và công bố thông tin	25	19,2	4,5	12,1
Trách nhiệm của HĐQT	40	14,2	4,3	8,3

Nguồn : ADB (2014, tr 74)

từ nhận thức đến hành động để đổi mới quản trị công ty theo những định hướng mà Lý thuyết quyền sở hữu đã chỉ ra

#### 4. Những yêu cầu đối với cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước

Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước bắt đầu được triển khai từ năm 1992. Trải qua nhiều giai đoạn, đến cuối năm 2013 đã có hơn 3.000 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa. Nghị định 109/2007 của Chính phủ đã chỉ rõ mục tiêu của cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước là:

- Chuyển đổi những doanh nghiệp mà Nhà nước không cần giữ 100% vốn sang loại hình doanh nghiệp có nhiều chủ sở hữu; huy động vốn của các nhà đầu tư trong nước và ngoài nước để nâng cao năng lực tài chính, đổi mới công nghệ, đổi mới phương thức quản lý nhằm nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh của nền kinh tế;

- Đảm bảo hài hòa lợi ích của Nhà nước, doanh nghiệp, nhà đầu tư và người lao động trong doanh nghiệp;

- Thực hiện công khai, minh bạch theo nguyên tắc thị trường; khắc phục tình trạng cổ phần hóa khép kín trong nội bộ doanh nghiệp; gắn với phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán (Chính phủ, 2007).

Theo Ban chỉ đạo đổi mới doanh nghiệp nhà nước, trong 2 năm 2014-2015 phải tiến hành cổ phần hóa 532 doanh nghiệp. Đây là một nhiệm vụ rất lớn nếu như chúng ta biết rằng cả năm 2014 mới chỉ có phần hóa được 143 doanh nghiệp. Song việc doanh nghiệp nhà nước có bán hết cổ phần hay không, bán cổ phần với giá cao hay giá thấp chưa phải là mục tiêu quan trọng của cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Mục tiêu quan trọng nhất là sau khi cổ phần được chào bán ra công chúng (IPO),

doanh nghiệp nhà nước sẽ thay đổi được cơ cấu sở hữu để từ đó đổi mới quản trị công ty, nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Để có thể trao cho các cá nhân quyền sở hữu hoàn toàn, thiết lập một cấu trúc sở hữu tạo điều kiện cho việc đổi mới quản trị công ty theo thông lệ quốc tế, quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước phải giải quyết những nội dung cơ bản sau đây:

#### - Thu hút cổ đông chiến lược

Với những kết luận từ Lý thuyết quyền sở hữu, cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp phải khai thác được những lợi thế của chuyên môn hóa, vì vậy thu hút được cổ đông chiến lược là nội dung quan trọng nhất để đảm bảo cho việc cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước đạt được các mục tiêu đề ra. Cổ đông chiến lược là những doanh nghiệp lớn, có uy tín, có tiềm lực tài chính, có công nghệ, thị trường và sẵn sàng đầu tư một tỷ lệ vốn đáng kể để có mặt trong Hội đồng quản trị của công ty cổ phần tương lai. Sự có mặt của cổ đông chiến lược sẽ đem lại những cái thiện lớn về quản trị, về chiến lược của doanh nghiệp và về vị thế của doanh nghiệp trên thị trường sau khi cổ phần hóa. Vì vậy, câu hỏi đầu tiên cần phải trả lời trước khi cổ phần hóa một doanh nghiệp là đã tìm được cổ đông chiến lược hay chưa? Thực tế hiện nay, các doanh nghiệp nhà nước gặp rất nhiều khó khăn trong việc thu hút cổ đông chiến lược. Ngoài những lý do về tình hình thị trường, nguyên nhân chính nằm trong những yếu tố nội tại của doanh nghiệp nhà nước. Các nhà đầu tư sợ rủi ro do họ không có được những thông tin đầy đủ về doanh nghiệp cũng như thông tin về việc Nhà nước sẽ tham gia vào việc quản trị doanh nghiệp như thế nào sau cổ phần hóa. Tại các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa, khi tỷ lệ cổ phần hóa thấp, sự đổi mới quản trị công ty rất hạn chế. Tại đây, sự quản lý của Nhà nước vẫn còn rất chi tiết và nặng

nền, ít thay đổi so với trước khi cổ phần hóa, ngay cả đối với những doanh nghiệp mà Nhà nước nắm giữ chưa đến 51% số vốn. Nghiên cứu của IFC cho thấy 25 công ty có điểm số quản trị công ty cao nhất, mức số hữu bình quân của nước ngoài là 27,7% trong khi 25 công ty có điểm số quản trị công ty thấp nhất, mức số hữu bình quân của nước ngoài chỉ là 11,7%. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng số hữu nhà nước không có tác động tích cực đáng kể nào lên điểm số quản trị công ty của các doanh nghiệp được khảo sát (IFC, 2012). Các nhà đầu tư chiến lược không muốn đầu tư vào những doanh nghiệp mà không có khả năng đổi mới quản trị công ty. Vì vậy, ngoài những doanh nghiệp mà Nhà nước phải nắm giữ 100% số vốn, nếu Nhà nước muốn thu hút nhà đầu tư chiến lược thì tỷ lệ cổ phần của Nhà nước tại doanh nghiệp nên rút xuống mức không thể áp đảo các nhà đầu tư chiến lược khác.

Kể từ 1-7-2015, theo Luật Doanh nghiệp sửa đổi, chỉ những doanh nghiệp mà Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ mới được coi là doanh nghiệp nhà nước. Đây là một thay đổi rất quan trọng trong quan niệm về sở hữu doanh nghiệp, nó đem lại sự công bằng cho các nhà đầu tư khi tham gia mua cổ phần của các doanh nghiệp nhà nước. Nhà nước chỉ nên can thiệp vào những doanh nghiệp có 100% vốn nhà nước, Nhà nước không nên can thiệp vào những doanh nghiệp vừa có vốn đầu tư của Nhà nước vừa có vốn đầu tư của tư nhân. Nhà nước chỉ tham gia vào các doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa với tư cách là một cổ đông. Chính phủ phải thực thi theo đúng tinh thần này của Luật Doanh nghiệp, thực hiện nghiêm pháp luật và kỷ luật thị trường đối với các doanh nghiệp sau cổ phần hóa. Cổ phần hóa trước đây đã tạo ra một sản phẩm là sở hữu chéo, tức là doanh nghiệp nhà nước này bán cổ phần của mình cho các doanh nghiệp nhà nước khác, gây ra rất nhiều khó khăn cho việc đổi mới quản trị công ty, không giúp cho cổ phần hóa đạt được những mục tiêu đề ra. Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước phải góp phần vào việc tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, trong đó nội dung đầu tiên phải là tái cơ cấu sở hữu của các doanh nghiệp nhà nước. Với Lý thuyết quyền sở hữu, một doanh nghiệp nhà nước không thể là cổ đông chiến lược của một doanh nghiệp nhà nước khác bởi vì việc đó không thay đổi gì cơ cấu sở hữu của doanh nghiệp.

- Nâng cao chất lượng Hội đồng quản trị

Từ Lý thuyết quyền sở hữu cho thấy, trao quyền

và nâng cao chất lượng của Hội đồng quản trị là biện pháp cơ bản để nâng cao chất lượng quản trị công ty nên đó cũng là biện pháp cơ bản để cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước đạt được các mục tiêu đề ra. Hội đồng quản trị là công cụ giám sát quan trọng nhất của cổ đông, được ủy thác nhiệm vụ đại diện cho lợi ích của cổ đông. Vì vậy, Hội đồng quản trị của công ty cổ phần phải được thành lập để có đủ năng lực đánh giá khách quan và độc lập hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Hội đồng quản trị phải được giao nhiệm vụ rõ ràng và chịu trách nhiệm cao nhất đối với hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Phải xác định trách nhiệm rõ ràng cho từng thành viên trong Hội đồng quản trị. Hội đồng quản trị phải chịu trách nhiệm giải trình trước chủ sở hữu, hoạt động vì lợi ích cao nhất của công ty và đối xử bình đẳng với cổ đông. Do những đặc tính cụ thể của công ty cổ phần, nhu cầu quản trị kép phát sinh, vì vậy, cần phải tách rời chức danh chủ tịch Hội đồng quản trị và giám đốc điều hành. Việc hợp nhất vai trò của giám đốc điều hành với chủ tịch Hội đồng quản trị sẽ tạo ra một giám đốc điều hành có quyền lực tuyệt đối và dễ dẫn tới sự giám sát kém hiệu quả của Hội đồng quản trị. Các nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, thành viên Hội đồng quản trị không điều hành có nhiều động lực hơn trong việc bảo vệ lợi ích của các cổ đông.

Tất cả các thành viên của Hội đồng quản trị phải được đề cử theo một quy trình minh bạch, trách nhiệm của các thành viên phải được quy định rõ ràng, không được có sự khác biệt giữa trách nhiệm của các thành viên Hội đồng cho dù họ được đề cử bởi Nhà nước hay bởi các bên có quyền lợi liên quan nào. Có nhiều cách để đánh giá vai trò của Hội đồng quản trị đối với quản trị công ty, nhưng với một cổ đông thông thường, thông tin tốt nhất được sử dụng để đánh giá Hội đồng quản trị chính là Báo cáo thường niên của công ty. Vì vậy, nâng cao chất lượng của Báo cáo thường niên là một biện pháp quan trọng để nâng cao chất lượng hoạt động của Hội đồng quản trị. Báo cáo thường niên phải cung cấp cho cổ đông thông tin về trách nhiệm và thực thi trách nhiệm của các thành viên Hội đồng quản trị, vai trò của Hội đồng quản trị trong việc hoạch định chiến lược, kiểm soát rủi ro, những cam kết của Hội đồng quản trị về sự minh bạch, về tính chính trực, về lòng trung thành đối với cổ đông. Hội đồng quản trị cũng phải công bố Báo cáo phát triển bền vững

về các hoạt động môi trường, xã hội và cộng đồng của công ty, về công tác chuẩn bị đội ngũ kế thừa đảm bảo cho sự phát triển của công ty trong dài hạn.

Do các doanh nghiệp nhà nước thuộc sở hữu toàn dân, những thành viên của Nhà nước trong Hội đồng quản trị của các công ty cổ phần chỉ là người đại diện cho chủ sở hữu. Các doanh nghiệp nhà nước sau khi cổ phần hóa có thể có nhiều chức năng khác nhau song chắc chắn chức năng đầu tiên phải là bảo toàn và phát triển phần vốn của Nhà nước tại công ty. Vì vậy về mặt quyền sở hữu, để đảm bảo sự tập trung và thống nhất, cần phải có một cơ quan chuyên trách quản lý vốn của Nhà nước tại các doanh nghiệp đã cổ phần hóa. Cơ quan này sẽ chịu trách nhiệm việc đào tạo, lựa chọn và giám sát các thành viên đại diện cho phần vốn nhà nước tại các công ty cổ phần. Những thành viên này phải có trình độ và thực quyền, với trách nhiệm cao nhất là bảo toàn và phát triển phần vốn nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa.

#### - Công khai, minh bạch thông tin

Từ Lý thuyết quyền sở hữu, việc đối xử bình đẳng với cổ đông sẽ góp phần gia tăng khả năng thu hút vốn bên ngoài và nâng cao giá trị của công ty. Cổ đông thiểu số phải được bảo vệ trước các hành động lạm dụng bởi hoặc vì lợi ích của các cổ đông nắm quyền kiểm soát. Cổ đông thiểu số và các cổ đông khác phải được tiếp cận mọi thông tin cần thiết để có thể đưa ra các quyết định đầu tư sáng suốt. Cổ đông thiểu số phải được tạo điều kiện để thực hiện các quyền của mình, được tham gia vào các quyết định quan trọng của công ty như bầu cử Hội đồng quản trị. Vì vậy, công khai, minh bạch thông tin là yếu cầu bắt buộc đối với quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước.

Trước hết Chính phủ cần công khai minh bạch những thông tin tối thiểu cần thiết về cơ cấu sở hữu của những doanh nghiệp sẽ tiến hành cổ phần hóa, đặc biệt trong trường hợp cơ cấu đó là chông chéo và phức tạp. Các thông tin đó phải được kiểm toán và có thể kiểm chứng. Người có ý định mua cổ phần của doanh nghiệp không thể yên tâm khi không biết được doanh nghiệp mình định mua cổ phần thuộc về những ai, có những khoản nợ nào và cách thức xử lý những khoản nợ đó như thế nào. Chính phủ cũng phải công khai minh bạch tỷ lệ cổ phần hóa của từng doanh nghiệp, Nhà nước nắm giữ bao nhiêu, nhà đầu tư chiến lược nắm giữ bao nhiêu. Người có ý định mua cổ phần của doanh nghiệp rất muốn biết

trong tương lai những ai sẽ nắm quyền chi phối việc quản trị công ty và chi phối như thế nào. Chính phủ cũng cần phải minh bạch về quản trị công ty đối với những doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa trong đó quan trọng nhất là sự cam kết đổi mới quản trị công ty theo các chuẩn mực quốc tế thông dụng. Người có ý định mua cổ phần của doanh nghiệp rất muốn biết sau khi cổ phần hóa, các quyền sở hữu của mình được tôn trọng như thế nào.

- Xây dựng và giám sát tiến trình cổ phần hóa đối với từng doanh nghiệp

Theo Ủy ban chứng khoán Nhà nước, năm 2014 có 76 doanh nghiệp nhà nước bán đầu giá cổ phần tại Sở Giao dịch chứng khoán song chỉ có 25 doanh nghiệp là bán hết 100% số cổ phần chào bán. Tại sao các doanh nghiệp không bán hết số cổ phần chào bán là câu hỏi cần trả lời để có thể thu được những kết quả khả quan hơn trong năm 2015. Mang hàng ra bán trên thị trường, bán được hay không phụ thuộc vào thị trường, vào người bán và người mua. Phân tích tất cả những yếu tố này đều chỉ ra rằng năm 2014 là năm chưa thuận lợi cho các doanh nghiệp nhà nước trong việc bán cổ phần. Mục tiêu của cổ phần hóa là gắn với sự phát triển của thị trường chứng khoán trong khi thị trường chứng khoán năm 2014 được đánh giá là hồi phục chậm. Lượng cung hàng hóa trên thị trường là quá nhiều, theo ước tính, chỉ riêng lượng cổ phần chào bán của 7 tập đoàn, tổng công ty lớn đã lên tới 4,7 tỷ USD. Người mua nhiều (cổ đông chiến lược) chưa có, những người mua khác thì chưa có được thông tin đầy đủ về hàng hóa. Các nhà đầu tư nước ngoài có nhiều sự lựa chọn trên thị trường thế giới, họ rất e ngại khi đầu tư vào những doanh nghiệp mà mô hình kinh doanh không đơn giản, mô hình quản trị không chuyên nghiệp, không có thông tin minh bạch, rõ ràng về kết quả kinh doanh và quản trị doanh nghiệp. Với những doanh nghiệp bán hết 100% số cổ phần chào bán, bán với giá cao thì tỷ lệ phần vốn Nhà nước nắm giữ vẫn còn rất lớn như Vietnam Airlines phần vốn Nhà nước nắm giữ vẫn là 75%, Viglacera phần vốn Nhà nước nắm giữ vẫn là 91%. Như vậy rõ ràng nhiều doanh nghiệp đã cổ phần hóa nhưng cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp vẫn không có sự thay đổi về chất và tất nhiên là không tạo ra những đổi mới trong quản trị công ty. mục tiêu của cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước không đạt được. Vì vậy, cần phải có một tiến trình cụ thể, minh bạch cho các doanh nghiệp cổ phần



hóa và Chính phủ phải giám sát chặt chẽ tiến trình này. Trước hết các doanh nghiệp trong danh sách cổ phần hóa phải chuẩn bị tốt các thông tin về hoạt động sản xuất kinh doanh, thông tin về quản trị doanh nghiệp để cung cấp cho khách hàng. Nhà nước phải quyết định những doanh nghiệp nào cần bán đứt, phần vốn Nhà nước cần nắm giữ tại những doanh nghiệp còn lại. Việc cổ phần hóa không nên đặt nặng vấn đề đẩy nhanh số lượng doanh nghiệp mà quan trọng là tạo dựng được niềm tin cho thị

trường thông qua cổ phần hóa thành công một số doanh nghiệp điển hình. Các doanh nghiệp trước khi IPO, cần phải tìm được cổ đông chiến lược, tiếp cận đàm phán để xác định giá bán cổ phần hợp lý. Hàng chất lượng thì giá cao, hàng không chất lượng thì phải bán giá thấp. Với một số doanh nghiệp, Nhà nước cần chấp nhận sự thanh lý, tức là hạ giá bán để chuyển đổi sở hữu nhằm đạt được mục tiêu nâng cao trình độ quản trị công ty sau khi cổ phần hóa. □

## Tài liệu tham khảo

ADB [Asean Development Bank] (2014), *Asean Corporate Governance Scorecard-Country Reports and Assessment 2012-2013*.

Benjamin Coriat & Olivier Weinstein (2011), *Những lý thuyết mới về doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Tri thức.

Chính phủ (2007), Nghị định số 109/2007/NĐ-CP về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần, ban hành ngày 26-6-2007.

Eirik G Furubotn & Svetozar Pejovich (1972), 'Property Right and Economic Theory: A Survey of Recent Literature', *Journal of Economic Literature*, Vol. 10, No. 4, pp.1137-1162.

Eugene F.Fama & Michael C.Jensen (1983), 'Separation of Ownership and Control', *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp.301-325.

H.Kent Baker & Ronald Anderson (2011), *Quản trị doanh nghiệp-Lý thuyết, nghiên cứu và thực hành*, Nhà xuất bản Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.

IFC [International Finance Corporation] (2010), *Cẩm nang quản trị công ty*.

IFC [International Finance Corporation] (2012), *Báo cáo Thẻ điểm Quản trị Công ty 2012*.

Oliver Hart & John Moore (1990), 'Property Rights and Nature of the Firm', *The Journal of Political Economy*, Vol.98, No.6, pp.1119-1158

---

## Thông tin tác giả :

\* **Trần Việt Lâm**, Phó giáo sư, Tiến sĩ.

- *Tổ chức tác giả công tác: Khoa Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Kinh tế quốc dân*

- *Lĩnh vực nghiên cứu chính: Quản trị kinh doanh; Chiến lược kinh doanh; Các phương pháp định lượng trong quản lý.*

*Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Kinh tế & Phát triển; Tạp chí Kinh tế và Dự báo; Vietnam Economic Review.*

- *Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: Vietlam\_Neu@yahoo.com.vn*