

Vào cuối tháng 6 -1998, Thủ Tướng Phan Văn Khải đã ký quyết định ban hành Nghị định 44/CP thay thế cho ND 28/CP về việc chuyển doanh nghiệp nhà nước (DNNN) thành công ty cổ phần (gọi tắt là cổ phần hóa). Đây là một tín hiệu cho thấy Chính phủ VN quyết tâm kiên trì cải cách hệ thống DNNN - một chủ trương lớn nằm trong chương trình đổi mới kinh tế tại VN bắt đầu từ năm 1988.

Điểm đáng chú ý nhất trong nghị định này là việc cho phép bán cổ phần cho các tổ chức và cá nhân nước ngoài. Nhưng phải chờ đến một năm sau, ngày 28-6-1999, Thủ tướng Chính phủ mới có quyết định số 145/1999/QĐ-TTg ban hành quy chế bán cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài. Và cho đến gần đây Bộ Tài chính mới có thông tư 132/1999/TT-BTC ngày 15-11-1999 hướng dẫn cụ thể quy chế này.

Như vậy, từ nay vốn nước ngoài tại VN không chỉ có hình thức đầu tư trực tiếp FDI như hiện nay mà sẽ có thêm hình thức đầu tư gián tiếp FPI (Foreign Portfolio Investment). Tuy nhiên, nếu vốn FDI có ưu nhược điểm là "khó vào - khó ra" thì ngược lại, vốn FPI lại "dễ vào - dễ ra". Mỗi khi nền kinh tế có những thông tin nhạy cảm đối với

CHÍNH SÁCH MỚI TRONG VIỆC CỔ PHẦN HÓA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

TRẦN TÔ TỬ

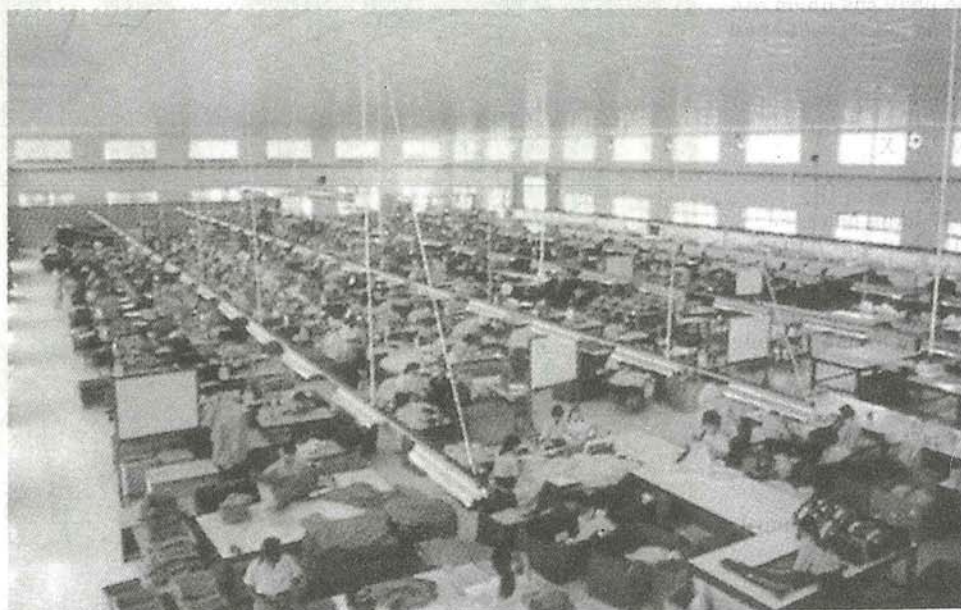
các nhà đầu tư nước ngoài, lập tức sẽ có hàng loạt lệnh bán lại cổ phiếu và mỗi ngày có hàng trăm triệu USD có thể rời khỏi nước này để chuyển dịch sang nước khác. Những đồng vốn FPI vội vã đến và vội vã ra đi như thế rất dễ dẫn đến hệ quả không chỉ là những cơn biến động giá chứng khoán mà còn có thể gây chao đảo cả thị trường hối đoái.

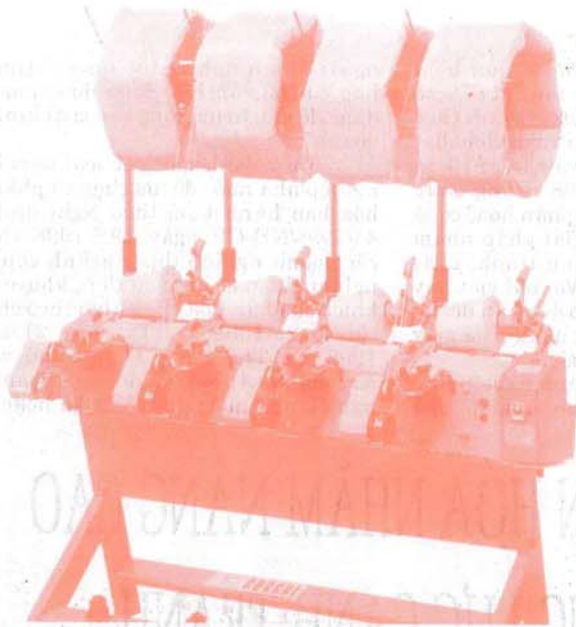
Chính vì vậy, nước nào cũng phải có những hạn chế nhất định đối với vốn nước ngoài nói chung - cả FDI lẫn FPI - không chỉ vì bảo vệ chủ quyền quốc gia đối với hệ thống cơ sở sản xuất kinh doanh của nước mình mà còn nhằm ngăn ngừa những cơn rối loạn trên cả hai thị trường: thị trường chứng khoán và thị trường hối đoái.

Hạn chế đáng chú ý đầu tiên là những ngành nghề kinh doanh của các công ty cổ phần mà các nhà đầu tư nước ngoài được phép tham gia mua cổ phần. Theo Quyết định 145/1999, sự cho phép đầu tư vào 12 ngành thuộc các lĩnh vực công nghiệp nhẹ, vận tải thủy - bộ và thương mại - dịch vụ - khách sạn cho thấy sự dè dặt của Chính phủ trong bước đầu mở cửa cho dòng vốn FPI vào VN. Song, sự dè dặt này đã trở nên kém hữu hiệu khi mà từ năm 1996 ngành ngân hàng đã cho phép các nhà đầu tư nước ngoài tham gia làm cổ đông ở các ngân hàng thương mại cổ phần. Như vậy, từ nhiều năm nay, vốn FDI và FPI đều đã hiện diện trong lĩnh vực tài chính ngân hàng, một ngành then chốt

và là huyết mạch của nền kinh tế, có thể xâm nhập vào mọi ngành kinh doanh khác thì liệu rằng sự hạn chế trong 12 ngành của Quyết định 145/1999 có còn ý nghĩa không?

Điểm đáng chú ý thứ hai là đối tượng được chỉ phối theo chính sách này. Thông tư 132/1999 đã cụ thể hóa đối tượng "nhà đầu tư nước ngoài" bao gồm: tổ chức kinh tế tài chính nước ngoài hoạt động ngoài lãnh thổ VN kể cả các tổ chức kinh tế đang có vốn đầu tư tại VN - người nước ngoài thường trú và không thường trú tại lãnh thổ VN - người VN định cư ở nước ngoài. Cùng theo Quyết định 145/1999, tổng số giá trị cổ phần bán cho các đối tượng này không vượt quá 30% vốn điều lệ của mỗi công ty.





Có ý kiến cho rằng quy định phạm vi đối tượng như thế tưởng chừng chặt chẽ, nhưng vẫn còn một "khe hở": đó là các doanh nghiệp có vốn nước ngoài tại VN. Những công ty liên doanh và công ty 100% vốn nước ngoài là những "pháp nhân VN" nên họ vẫn có thể nằm ngoài đối tượng bị hạn chế nắm giữ số cổ phần nêu trên. Như vậy, mức hạn chế các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ không quá 30% vốn điều lệ của mỗi công ty cũng kém hữu hiệu khi mà họ có thêm cửa thứ hai để thâm nhập vào các công ty cổ phần VN thông qua các DN có vốn nước ngoài tại VN - ngoài cửa thứ nhất là các ngân hàng thương mại cổ phần đã nói trên. Vì thế cụm từ: "kể cả các tổ chức kinh tế đang có vốn đầu tư tại VN" vẫn chưa rõ ràng, cần cụ thể hóa hơn.

Tất nhiên khi đã cho phép người nước ngoài đầu tư dạng "công ty 100% vốn nước ngoài" thì mức không chế 30% vốn điều lệ ở cty cổ phần sẽ không còn có ý nghĩa hạn chế sự kiểm soát của nước ngoài đối với hệ thống cơ sở sản xuất kinh doanh VN. Song, một khi đồng VN tiến tới đồng tiền tự do chuyển đổi theo trào lưu tự do hóa tài chính - thương mại của quốc tế thì số cổ phần do các nhà đầu tư nước ngoài nắm quá nhiều có thể dễ gây những

con co giằng trên thị trường tài chính VN. Kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á cho thấy sự cần thiết phải thận trọng sử dụng đồng vốn FPI.

Một vấn đề khác cũng gây nhiều tranh luận: đó là giá bán cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài. Theo Quyết định 145/1999 thì giá bán cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước chung một giá. Đến Thông tư 132/1999 cho phép giá bán cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài về nguyên tắc tương ứng với giá bán cho nhà đầu tư trong nước - có thể thỏa thuận giá khác - nhưng không thấp hơn giá bán cho nhà đầu tư trong nước. Trong trường hợp có nhiều nhà đầu tư nước ngoài cùng đăng ký mua cổ phần vượt tỷ lệ không chế 30% thì tổ chức đấu giá - giá bán là giá của nhà đầu tư kêu giá mua cao nhất.

Qua đó, một số chuyên gia luật có ý kiến cho rằng quy định theo hai văn bản vừa nêu hoàn toàn trái Luật Doanh nghiệp chế định về công ty cổ phần: cổ phần được coi là phần nhỏ nhất, bằng nhau được chia nhỏ từ vốn điều lệ. Hơn nữa, mệnh giá một cổ phần theo ND 44/CP được ghi rõ là 100.000 đồng/cổ phần, vậy nhà đầu tư nước ngoài sẽ mua cổ phần theo giá

nào? (Báo Đầu Tư - 16.12.1999)

Hiển nhiên, khái niệm cổ phần, cổ phiếu, cũng như mệnh giá cổ phiếu ở đây đã không được nhận thức một cách thấu đáo. Mệnh giá này chỉ có ý nghĩa để ghi vào sổ sách kế toán đúng theo số vốn điều lệ mà công ty phát hành cổ phiếu đã đăng ký. Trên thực tế, công ty có thể bán cổ phần đúng theo giá trị doanh nghiệp theo sổ sách kế toán hoặc bán với giá cả doanh nghiệp theo cách đánh giá của thị trường, biểu hiện qua cuộc đấu giá cạnh tranh giữa những người mua là các nhà đầu tư. Giá cả này có thể tách rời khỏi giá trị, nhưng vẫn xoay quanh giá trị và luôn có xu hướng quay về giá trị - đúng theo quy luật giá trị của kinh tế - chính trị học Mác Lênin.

Vì thế, quy định về giá bán cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài theo hai văn bản nêu trên không có gì sai luật và cũng không

nước ngoài và một cặp cung cầu cổ phiếu của các nhà đầu tư trong nước. Từ đó ắt khó tránh khỏi trường hợp cổ phiếu của cùng một công ty nhưng có hai giá cả diễn biến tăng giảm ngược chiều nhau do số cung số cầu của hai loại nhà đầu tư này có thể thay đổi trái ngược nhau. Chính vì thế, ở một số nước - như Trung Quốc - người ta hình thành hai loại cổ phiếu - đặt tên là cổ phiếu A và cổ phiếu B cho hai đối tượng nhà đầu tư: nước ngoài và trong nước.

Cuối cùng, có một điểm nhỏ nhưng đáng nói: cách thực thi các văn bản pháp quy ở cơ quan nhà nước. Có một DNNN đã CPII mà số cổ phần còn lại do cổ đông nhà nước nắm giữ khá nhiều (hơn 50%) nhưng hiện đang có công ty nước ngoài đàm mua lại 5% vốn điều lệ thì gặp trở ngại. Cơ quan có trách nhiệm chưa đồng ý trình Chính phủ xét duyệt việc bán cổ phần này chỉ vì họ cho rằng phía nước ngoài



khác với thông lệ của cơ chế thị trường.

Tuy nhiên, trong thời gian ngắn sắp tới, VN sẽ khai trương Trung tâm Giao dịch Chứng khoán, khi đó một loại cổ phiếu của cùng một công ty sẽ có hai giá giao dịch khác nhau, phản ánh hai cặp số cung - số cầu cổ phiếu khác nhau: một cặp cung-cầu cổ phiếu của các nhà đầu tư

mua còn "ít quá"! Thế thì 30% là mức không chế tối thiểu hay tối đa?

Với một cách thực thi chính sách như thế đã làm không ít nhà đầu tư nước ngoài nản lòng đầu tư vào VN. Họ không hiểu nổi tại sao lại có khoảng cách giữa nội dung chính sách và cách thực thi chính sách tại VN? ■