

Ảnh Diệp Đức Minh



Tháo gỡ những rào cản không hợp lý trong cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước độc quyền

PGS. TS. TRẦN NGỌC THƠ

Cái chính là cần phải thay đổi triệt để tư duy về cách làm cổ phần hoá. Nhưng quan trọng nhất, vấn đề có lẽ lại thuộc về câu hỏi "Chúng ta có thật tâm mong muốn cổ phần hoá các DNNN độc quyền hay không?"

Cần phải xác lập tư duy mới về mục tiêu cổ phần hoá các DNNN độc quyền

Việc xác định mục tiêu cổ phần hoá rất quan trọng trong tiến trình tái cấu trúc các DNNN, đặc biệt đối với các DNNN độc quyền và các tổng công ty lớn (trong bài viết này tác giả tạm gọi chung là các DNNN độc quyền). Các mục tiêu trên được thể hiện trong các thông tư hoặc nghị định với nhiều lần sửa đổi của

Chính phủ về cổ phần hoá các DNNN trong hơn một thập niên qua. Những mục tiêu đó có thể là nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các DNNN, hoặc có khi là nhằm mục đích phát huy quyền làm chủ tập thể của người lao động trong doanh nghiệp, hoặc có thể là huy động vốn để đổi mới công nghệ, hoặc là tạo tiền đề cần thiết nhằm phát triển thị trường chứng khoán, hoặc mục tiêu ngầm định là càng thận trọng tối đa càng tốt.

Những mục tiêu này thường được thể hiện công khai trong các nghị định về cổ phần hoá của Chính phủ. Nhưng phần lớn, đây lại chính là điều quan trọng nhất, có những mục tiêu không thể hiện công khai trong các văn bản pháp lý của Chính phủ mà nằm trong quan điểm không công bố chính thức của từng cấp quản lý và điều hành từ trung ương đến địa phương. Những mục tiêu tiềm ẩn như thế nhiều khi chính là lực cản đáng ngại nhất làm cản trở tiến trình cổ phần hoá

các DNNN. Các cấp quản lý có thể đưa ra những rào cản về mặt chính sách hoặc rào cản về mặt thời gian để đạt cho bằng được những mục tiêu được công bố chính thức hoặc tiềm ẩn. Để đạt được mục tiêu cho công nhân làm chủ doanh nghiệp, lý do viện dẫn thường là cần phải ưu tiên phần lớn cho người lao động trong doanh nghiệp mua cổ phiếu. Hoặc những quy định về hạn chế người nước ngoài nắm giữ cổ phiếu của các DNNN cổ phần hoá có thể ẩn chứa bên trong mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô liên quan đến tiến trình tự do hoá tài khoản vốn để phòng ngừa một cuộc rút vốn tháo chạy khỏi quốc gia. Nhưng phổ biến nhất, do cần phải thu hồi vốn cho Nhà nước, cho nên nhất thiết phải đặt nặng vấn đề xác định giá trị doanh nghiệp.

Những rào cản như thế nhiều khi không phải là lý do chính thức, chúng chỉ là nguyên cớ. Nguyên nhân chính thức nhiều khi lại nằm trong những mục tiêu không chính thức, đó là các cấp quản lý

lại muốn đạt được mục tiêu là không muốn cổ phần hoá DNNN. Những mục tiêu chính thức và phi chính thức như thế có tác động rất mạnh mẽ đến tiến trình cổ phần hoá các DNNN. Chính vì thế, việc nhận diện chính xác các mục tiêu có tác động đến việc thực hiện thắng lợi chủ trương cổ phần hoá DNNN.

Vậy thì mục tiêu của việc cổ phần hoá các DNNN độc quyền lần này là gì? Và có giống như những mục tiêu trước đây hay không? Sở dĩ phải nhấn mạnh đến cách đặt vấn đề trên vì chúng có ảnh hưởng rất lớn đến sự thành công của chủ trương cổ phần hoá các DNNN độc quyền lần này. Theo quan điểm riêng của chúng tôi, Chính phủ cần phải có những thay đổi mạnh mẽ tư duy trong việc xác lập mục tiêu cổ phần hoá các DNNN độc quyền lần này, thậm chí chúng cần phải được cụ thể hoá trong một nghị định riêng (hoặc một chương riêng) chỉ về cổ phần hoá DNNN độc quyền. Để có cách tiếp cận thực tiễn hơn, chúng ta hãy cùng nhau quay trở lại chủ trương tư nhân hoá ngành viễn thông của Singapore vào thập niên 1990. Lúc bấy giờ, ngành viễn thông của Singapore là một doanh nghiệp độc quyền của Chính phủ và hiện hoạt động rất hiệu quả, người dân hầu như không ai than phiền về chất lượng dịch vụ tuyệt hảo mà ngành này cung cấp.

Tuy nhiên, Chính phủ lại quan niệm các dịch vụ này cần thiết phải được cải thiện triệt để hơn nữa, và rằng các dịch vụ viễn thông phải được tự động đến với từng nhà của người dân với chất lượng cao hơn và chi phí rẻ hơn nữa. Mục tiêu trên chỉ có thể đạt được với cái giá phải trả là Chính phủ phải hy sinh các khoản lợi trước mắt bằng cách cho tư nhân hoá toàn bộ ngành dịch vụ viễn thông. Những thành quả đạt được sau đó cho thấy chủ trương trên của Chính phủ Singapore đã mang lại thành công ngoài sức tưởng tượng. Singapore có lúc là một trong những quốc gia có nền kinh tế cạnh tranh cao nhất thế giới, hơn cả Mỹ, do hầu như tất cả người dân của nước này đều có khả năng đọc và giải thích được các thông tin tài chính quốc tế. Chính điều này đã làm cho hầu hết các nhà đầu tư nước ngoài đều cảm thấy làm ăn rất dễ dàng với công chúng tại đảo quốc này.

Từ những kinh nghiệm thực tiễn trên, và cũng phần nào phù hợp với hoàn

cảnh Việt Nam hiện nay và cũng để cho chủ trương cổ phần hoá DNNN độc quyền thành công, tránh đi vào khẩu hiệu giống những kết quả không như mong đợi trong các chủ trương cổ phần hoá DNNN trong gần 10 năm qua, đề nghị Chính phủ cần phải mạnh dạn ghi vào trong các nghị định về cổ phần hoá mục tiêu riêng đối với cổ phần hoá các DNNN độc quyền là nhằm mang lại phúc lợi và tiện ích cho người dân với chi phí thấp nhằm tăng sức cạnh tranh chung của cả nền kinh tế trong lộ trình hội nhập. Việc xác định mục tiêu rõ ràng và hướng tới dài hạn như thế sẽ đánh tan đi những tín hiệu gần đây của một số các quan chức trong các ngành độc quyền rằng rất khó để cổ phần hoá, bởi vì những ngành này có những đặc thù riêng và do đó rất khó xác định giá trị doanh nghiệp. Những lý lẽ trên làm cho công chúng và các nhà đầu tư nước ngoài lo ngại rằng có khả năng tiến trình cổ phần hoá các DNNN độc quyền lại sẽ không thành công như dự kiến. Nếu Chính phủ dám chấp nhận hướng tới một mục tiêu dài hạn như trên, việc định giá doanh nghiệp không là vấn đề gì quá nghiêm trọng. Trong trường hợp này những mục tiêu ngắn hạn sẽ được đánh đổi bởi những mục tiêu mang tính dài hạn hơn. Việc nêu ra những lý lẽ làm chậm tiến trình cổ phần hoá các DNNN độc quyền không đúng với lộ trình thời gian do Chính phủ ấn định sẽ rất khó thuyết phục được công chúng.

Có nên nói lỏng hoặc xóa bỏ tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài trong các DNNN độc quyền cổ phần hoá?

Mặc dù không công bố chính thức, nhưng những hạn chế về tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài có thể dễ dàng lý giải bởi những lo sợ về những thất thoát dự trữ trên cán cân thanh toán quốc tế do các nhà đầu tư nước ngoài sau đó sẽ chuyển vốn ra khỏi biên giới thông qua các luồng vốn vào và ra trên tài khoản vốn. Lý do thứ hai là những quan ngại về sự thao túng của các nhà đầu tư nước ngoài trong các DNNN cổ phần hoá khi nói lỏng tỷ lệ sở hữu.

Về lý do thứ nhất, những bằng chứng từ các quốc gia trên thế giới cho thấy, các nhà đầu tư nước ngoài còn có rất nhiều cách thức chuyển vốn. Trong

lịch sử, việc kiểm soát vốn đã được các nhà đầu tư nước ngoài né tránh bằng nhiều thủ thuật không hợp pháp như viết hoá đơn hàng nhập khẩu nhiều lên và hàng xuất khẩu ít đi. Những kỹ thuật như thế được thực hiện dễ dàng qua kỹ thuật gọi là định giá chuyển giao. Chính điều này đã lý giải cho một nghịch lý là khi nước Ý tháo bỏ kiểm soát vốn ra thì luồng vốn vào trên thực tế lại nhiều hơn, do các nhà đầu tư nước ngoài cho rằng họ có thể rút vốn ra dễ dàng hơn. Ở Việt Nam hiện nay, mặc dù Bộ tài chính đã có những quy định tương đối chặt chẽ về vấn đề định giá chuyển giao thông qua các quy định về chống chuyển giá, nhưng hầu như ai cũng biết rằng các nhà đầu tư nước ngoài đã dễ dàng thực hiện chiến lược này trước sự bất lực của cơ quan thuế.

Ngoài ra, với sự phát triển của các công cụ chứng khoán phái sinh, việc chuyển vốn ra khỏi quốc gia ngày càng trở nên đơn giản hơn bao giờ hết. Với các công cụ phái sinh, hầu như các cơ quan giám sát khó có khả năng phân biệt được đâu là các luồng vốn dài hạn và đâu là các luồng vốn ngắn hạn. Khi các nhà đầu tư nước ngoài thực hiện các giao dịch hoán đổi vốn cổ phần với các định chế tài chính quốc tế và sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro khác trên các sản phẩm phái sinh, các luồng chuyển vốn vào và ra khỏi biên giới sẽ chuyển hoá lẫn lộn giữa vốn ngắn hạn và dài hạn. Cần lưu ý là những công cụ phái sinh này đều đang được triển khai tại Việt Nam, một số được cho phép chính thức như các giao dịch hoán đổi, giao dịch kỳ hạn, một số đang thí điểm như các giao dịch quyền chọn tiền tệ. Lộ trình hội nhập kinh tế quốc tế sắp tới sẽ tạo ra một sức ép khiến Chính phủ phải cho phép các định chế tài chính nước ngoài được triển khai chính thức các công cụ phái sinh này, Citibank hiện nay đã được NHNN cho phép thực hiện giao dịch quyền chọn tiền tệ tại Việt Nam. Những quá trình trên cho thấy, các nhà đầu tư nước ngoài sẽ có rất nhiều cách để chuyển vốn bất chấp việc Chính phủ đưa ra những quy định về việc hạn chế tỷ lệ sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài tại các doanh nghiệp. Vấn đề chính yếu nằm ở chỗ môi trường đầu tư của Việt Nam có đủ sức hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài tái đầu tư vốn tại

Việt Nam hay không và sự đồng bộ trong việc ban hành các chính sách trong việc kiểm soát vốn. Giải pháp cho vấn đề này không phải nằm ở quy định khống chế tỷ lệ tối đa sở hữu cổ phiếu đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

Quan ngại còn lại của các nhà hoạch định chính sách đáng để được chúng ta chia sẻ. Việc nới lỏng mức khống chế tối đa tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có liên quan đến an ninh kinh tế quốc gia. Tuy nhiên việc quá bảo thủ với tỷ lệ 51% sở hữu khống chế của nhà nước ở các DNNN độc quyền và các nhà đầu tư nước ngoài chỉ sở hữu mức tối đa là 30% lại phải đương đầu với một thách thức rất lớn. Đó là rất ít, nếu muốn nói là không có, các định chế tài chính quốc tế lớn đầu tư vào các DNNN độc quyền cổ phần hoá. Thực tế hiện nay cho thấy, chỉ có các quỹ đầu tư nước ngoài nhỏ là còn trụ lại và đầu tư vào nước ta, nhưng cũng chỉ với thái độ thăm dò và chờ thời. Các quỹ đầu tư nước ngoài lớn đã rút vốn ra khỏi Việt Nam gần 10 năm nay và vẫn chưa cho thấy một tín hiệu của sự quay trở lại. Vấn đề chính sách cần phải quan tâm sửa đổi trong thời gian tới là Chính phủ phải tính toán xem những ngành nào thực sự cần có phần sở hữu chi phối của nhà nước, những ngành này dường như chỉ có thể là các ngành khai thác dầu khí, hoặc điện năng mà thôi. Đối với các DNNN độc quyền và các tổng công ty lớn khác như các ngành thép, xi măng, cơ khí, hoá chất, bảo hiểm, ngân hàng, hàng không v.v... Chính phủ nên mạnh dạn nới lỏng, hoặc trong dài hạn và với một lộ trình hợp lý, tiến tới xoá bỏ hoàn toàn mức khống chế tối đa tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài.

Mở cửa thị trường đối với những sản phẩm dịch vụ liên quan đến ngành độc quyền

Mặc dù cổ phần hoá, nhưng với tỷ lệ sở hữu vốn 51%, và bằng những phương thức can thiệp trực tiếp hoặc gián tiếp từ phía Nhà nước, công chúng vẫn còn đó một nỗi lo về các khả năng tăng giá tiềm ẩn và chất lượng sản phẩm hoặc dịch vụ từ các DNNN độc quyền đã cổ phần hoá. Thực tế cho thấy, mặc dù đã bị phản ứng mạnh mẽ từ phía người tiêu dùng và Chính phủ cũng không đồng ý cho Tổng công ty điện lực VN

(EVN) tăng giá điện trong năm nay nhưng họ vẫn cương quyết thuyết phục Chính phủ cho phép EVN tăng giá điện 7 cent/Kwh trong năm 2005 với những lý lẽ rất thiếu sức thuyết phục là EVN cần phải huy động khoảng 15% nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển ngành điện (*). Ngoài ra, những dẫn chứng gần đây về hiện tượng tăng giá thuốc và giá thép càng cho thấy những bất hợp lý trong sự chỉ đạo từ phía Nhà nước. Liệu việc cổ phần hoá các ngành thép, xi măng, ngành hàng không v.v. và với tỷ lệ sở hữu tuyệt đối của Nhà nước trong các ngành này có khắc phục được tình trạng tăng giá và việc cung ứng dịch vụ tồi trong tương lai hay không? Công bằng mà nói, Chính phủ cũng có đưa ra nguyên tắc các doanh nghiệp độc quyền không được ấn định giá cao hơn mức của khu vực và thế giới. Nhưng phải thú thật rằng nguyên tắc này quá mơ hồ và có rất nhiều cơ sở để suy diễn có lợi cho bất kỳ ai muốn lập luận có lợi về phía mình. Các doanh nghiệp độc quyền dễ dàng lợi dụng những quy định khá lỏng lẻo này để liên tục tăng giá.

Nhược điểm cơ bản nhất của nguyên tắc này là dựa trên nguyên lý ngang giá sức mua. Có thể việc điều chỉnh tăng để mức giá của các sản phẩm hoặc dịch vụ độc quyền trong nước, ngay lúc đó bằng với mức giá chung của khu vực nếu tính theo một đồng tiền chung quy ra tỷ giá về ngang giá sức mua. Nhưng ngang giá sức mua là một khái niệm không phải luôn luôn ở trạng thái tĩnh. Có thể ngay sau khi tồn tại ngang giá sức mua thì những yếu tố lạm phát, tỷ giá và những tác động khách quan và chủ quan khác từ phía Chính phủ sẽ làm cho ngang giá sức mua không tồn tại và người dân trong nước vẫn bị thiệt hại nhiều hơn. Nên nhớ rằng trong kinh doanh quốc tế, chưa có một lý thuyết lẫn thực tiễn nào cho thấy ngang giá sức mua mới là thước đo chuẩn cho việc ấn định ra giá cả hàng hoá nội địa. Giá cả trong nước là do những yếu tố thuộc về kinh doanh và do quan hệ cung cầu quyết định, còn ngang giá sức mua chỉ là hậu quả do những thay đổi trong lạm phát và tỷ giá mà thôi. Hơn nữa, một trong những giả định cơ bản của việc tồn tại một mức giá chung cho bằng với các nước trong khu vực, tức là có ngang giá sức mua, chỉ đúng trong trường hợp một

thị trường hoàn hảo không có các rào cản và cấm đoán từ phía Chính phủ. Ở Việt Nam hiện nay, có thể khẳng định rằng cho tới giờ chưa bao giờ tồn tại một thị trường như thế. Kiểu lập luận cho bằng với giá của các nước trong khu vực là một nhược điểm vô cùng tai hại để các DNNN độc quyền tận dụng chúng một cách thoải mái trong tương lai để tăng giá. Như vậy không chừng sau khi cổ phần hoá lợi nhuận siêu ngạch lại chảy vào túi của những cổ đông có cơ may mua được cổ phiếu thay vì chảy vào ngân sách nhà nước. Cổ phần hoá DNNN độc quyền trong trường hợp này nhiều khi lợi bất cập hại. Thay vì thế, chúng ta cứ để tồn tại DNNN độc quyền 100% vốn nhà nước, có khi công chúng lại nhận được lợi ích nhiều hơn.

Chính vì thế, giải pháp triệt để để mang tính dài hạn nhất cho vấn đề hậu cổ phần hoá các DNNN độc quyền là cùng lúc đó Chính phủ phải khẩn trương đàm phán mở cửa cho những sản phẩm hoặc dịch vụ có liên quan đến các ngành độc quyền trong nước. Nếu không thực hiện tiến trình song song này, chủ trương cổ phần hoá các DNNN độc quyền của Chính phủ có khả năng vẫn không đạt được kết quả như mong đợi. Chúng ta cần phải nghiêm túc thực hiện nguyên tắc "thị trường cho tất cả". Cổ phần hoá các DNNN độc quyền chưa hẳn xoá bỏ được độc quyền. Cổ phần hoá các DNNN độc quyền phải kèm theo cơ chế để tạo ra cạnh tranh mới có thể hy vọng tạo ra sức cạnh tranh chung cho cả nền kinh tế.

Định giá DNNN độc quyền

Vấn đề gây tranh cãi nhiều nhất hiện nay là định giá DNNN độc quyền. Quan điểm của Bộ tài chính trong xác định giá trị doanh nghiệp thiên về mục đích không làm thất thoát tài sản đã làm cho phương pháp định giá rất cứng nhắc và không linh hoạt. Những quy định của Bộ tài chính về các công thức xác định giá trị doanh nghiệp và thông qua một hội đồng định giá hoàn toàn phi thực tế trước những thực tiễn quá phong phú là giá bán và giá mua phải phù hợp với cung cầu trên thị trường vào từng thời điểm xác định. Hiện nay Chính phủ đưa ra quan điểm cho rằng có thể thuê các công ty tư vấn quốc tế định giá các DNNN độc quyền và thành lập sàn đầu

giá bất động sản, vì trong giá trị doanh nghiệp, bất động sản chiếm tỷ trọng tương đối lớn. Sau đó cổ phiếu sẽ được bán đấu giá công khai qua thị trường chứng khoán cho tất cả mọi đối tượng tham gia. Những nguyên tắc này là vô cùng triệt để và phù hợp với các thông lệ quốc tế. Tuy nhiên theo chúng tôi, thách thức lớn nhất của vấn đề này là thuộc về quan điểm trong việc định giá DNNN độc quyền. Cho dù các công ty tư vấn quốc tế có đưa ra bất kỳ mức giá nào đi chăng nữa, thì mức giá ấy chỉ là cơ sở ban đầu để tham khảo. Yếu tố quyết định nhất vẫn là thị trường có chấp nhận mức giá này hay không. Chúng ta hãy đặt ra một số kịch bản, giả dụ mức giá này sau đó đưa ra thị trường và thị trường lại định giá thấp so với mức giá dự kiến thì sao? Những cơ quan chức năng như Bộ tài chính phê duyệt mức giá này có chịu trách nhiệm gì không? Nếu có tình huống này xảy ra, thì đây cũng là điều bình thường. Diễn biến này có lẽ là một phản ứng của thị trường về việc các công ty tư vấn đã đánh giá quá cao một hoặc nhiều yếu tố nào đó trong mức giá chào.

Chính phủ nên thể chế hoá các tình huống trên chỉ bằng một nguyên tắc mà thôi, rằng giá trị doanh nghiệp là do thị trường quyết định và không lệ thuộc vào bất kỳ một phương pháp định giá nào hoặc một tổ chức tư vấn nào. Đây là một trong những thách thức lớn nhất cho tiến trình cổ phần hoá các DNNN độc quyền, nếu không như thế, có lẽ không có một cơ quan chức năng nào dám phê duyệt mức giá để cổ phần hoá cho dù đó là do các công ty tư vấn nước ngoài định giá, và như thế chủ trương cổ phần hoá các DNNN độc quyền vẫn sẽ chỉ nằm trên bàn giấy của các cơ quan có thẩm quyền. Nên nhớ rằng phương pháp định giá khó có thể đưa ra một mức giá hợp lý, phần lớn chúng chỉ có tác dụng cung cấp thêm những thông tin cho những người mua và người bán.

Tại sao cổ phần hoá, nhưng chỉ phát hành cổ phiếu ưu đãi?

Theo đề án cổ phần hoá Ngân hàng ngoại thương Việt Nam (VCB), dự kiến VCB sẽ phát hành từ 2.000-2.500 tỷ đồng cổ phiếu ưu đãi trong năm 2004, với tổng giá trị chiếm khoảng 1/3 vốn điều lệ của VCB. Thông báo này làm cho nhiều nhà đầu tư bất ngờ. Cổ phiếu

ưu đãi chỉ cho phép các nhà đầu tư được quyền nhận được cổ tức nhưng chủ sở hữu không được quyền tham gia điều hành ngân hàng. Lý giải cho quyết định này, một quan chức NHNN cho rằng "đây là một việc làm rất khó khăn và không thể vội vàng được". Cổ phiếu ưu đãi là một loại chứng khoán lưỡng tính. Chúng vừa có tính chất của chứng khoán nợ, do nhận được cổ tức cố định bất kể tình hình tài chính của doanh nghiệp tốt hay xấu. Chúng lại vừa có tính chất của chứng khoán vốn, nhưng chủ sở hữu lại không được quyền tham gia biểu quyết. Từ trường hợp của VCB, và không loại trừ phương thức phát hành cổ phiếu này có thể sẽ được "bắt chước" ở các DNNN độc quyền khác, khiến chúng ta có thể đặt ra các câu hỏi sau đây:

Thứ nhất, tại sao VCB chỉ phát hành cổ phiếu ưu đãi mà không phát hành cổ phiếu thường với sự tham gia điều hành của các cổ đông?

Thứ hai, chi phí sử dụng vốn phát hành cổ phiếu ưu đãi luôn luôn cao hơn chi phí sử dụng vốn vay nợ, do cổ phiếu ưu đãi có rủi ro cao hơn các chứng khoán nợ. Câu hỏi đặt ra là tại sao VCB phát hành cổ phiếu ưu đãi mà lại không vay nợ? VCB là một trong những ngân hàng kinh doanh có hiệu quả nhất Việt Nam, và như thế theo cách nhìn của các nhà đầu tư, rủi ro kinh doanh của VCB là ở mức thấp nhất nếu so với các ngân hàng thương mại khác, thậm chí so với cả các ngành nghề khác. Theo logic tư duy thông thường, một doanh nghiệp có rủi ro kinh doanh thấp như thế không cần thiết phải huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu, mà lại là cổ phiếu ưu đãi để chia sẻ bớt rủi ro kinh doanh, với cái giá phải trả lại cao hơn do với vay nợ. Điều mà VCB cần là sự chia sẻ trong kinh nghiệm quản lý của các cổ đông nắm giữ cổ phần thường với mong muốn VCB có thể trở thành một định chế tài chính đầu tiên của Việt Nam vươn lên tầm quốc tế. Nếu thật sự không cần đến sự chia sẻ này, họ không cần thiết phải phát hành cổ phiếu ưu đãi mà có thể vay nợ với chi phí sử dụng vốn thấp hơn rất nhiều. Một quan chức trong ngành ngân hàng phát biểu rằng đang tìm cách tính toán sao cho cổ tức cổ phiếu ưu đãi đủ cao để hấp dẫn các nhà đầu tư. Tại sao họ lại làm một điều phi lý như thế? Tại sao VCB lại không chấp nhận cho các cổ

đồng nắm giữ cổ phần thường, những người sẵn sàng chia sẻ rủi ro cùng lời ăn lỗ chịu và cả kinh nghiệm quản lý, đặc biệt đối với các nhà đầu tư nước ngoài?

Kết hợp cả hai câu hỏi này lại, và cả quy định khống chế nhà nước nắm cổ phần chi phối 51% mà chúng tôi đã phân tích ở phần trên, chúng ta có thể tạm cho ra một suy diễn là phải chăng VCB thật tâm không muốn cổ phần hoá, và họ chỉ phát hành cổ phiếu ưu đãi nhằm mục đích đối phó với chủ trương cổ phần hoá. Nói cách khác, chủ trương cổ phần hoá DNNN độc quyền và các tổng công ty lớn sẽ khó có thể thành công, vì chúng có quá nhiều rào cản phi lý. Đặc biệt hơn, những rào cản phi lý như thế lại do mỗi bộ, hoặc mỗi ngành tự đặt ra với những lý lẽ riêng về mặt kỹ thuật của từng ngành cụ thể. Chẳng hạn như ngành ngân hàng là do các ngại cảm liên quan đến chính sách tiền tệ, ngành bưu chính viễn thông liên quan đến an ninh và những phức tạp về mặt kỹ thuật liên quan đến trục đường dây kết nối, và ngành xi măng, sắt thép lại liên quan đến tính ổn định giá các mặt hàng nhạy cảm của nền kinh tế v.v...

Công chúng có quyền suy diễn tiếp liệu rằng có một hiệu ứng lây lan tiếp theo đối với các DNNN độc quyền hay không. Những suy diễn này còn được củng cố thêm bằng những tín hiệu thông qua các phát biểu gần đây của một số quan chức Chính phủ cho thấy sự cần thiết về việc cần phải có thêm một lộ trình thời gian để các bộ ngành nghiên cứu thêm nữa về chủ trương cổ phần hoá các DNNN độc quyền. Nguyên tắc thận trọng như thế không có gì sai, nhưng cái giá của một sự chậm trễ về thời gian như thế cũng khá đắt do không đạt được những mục tiêu của cổ phần hoá các DNNN độc quyền mà chúng tôi đã đề cập đến ở phần trên. Nhưng có lẽ, và điều này có thể lại quan trọng hơn, đó là sự sụt giảm niềm tin nghiêm trọng từ phía các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài do họ đã chờ đợi quá lâu về những gì mà Chính phủ đã hứa hẹn bằng những cụm từ là lần này sẽ làm "quyết liệt". Nếu như Chính phủ không có một quan điểm chính thức, tiến trình cổ phần hoá các DNNN độc quyền có nguy cơ đi vào những trì trệ giống như trước đây.

(Xem tiếp trang 9)

những môi trường khác nhau thì không thực sự so sánh được, các nhà định giá trong nước thường chỉ sử dụng phương pháp định giá theo bội số để tham chiếu hay để hỗ trợ cho phương pháp định giá khác.

Nhìn chung, nếu sử dụng phương pháp định giá không phù hợp, giá trị doanh nghiệp có thể được đánh giá quá cao hay quá thấp. Để có thể tránh được những bất cập của các phương pháp định giá nhằm xác định được giá trị hợp lý của doanh nghiệp, cần phải thận trọng trong việc áp dụng các phương pháp định giá và nếu cần thiết phải có những điều chỉnh cho phù hợp từng ngành, từng loại hình doanh nghiệp và từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp.

Do đó cần thiết có những nghiên cứu sâu hơn về phương pháp định giá cũng như nghiên cứu về các điều chỉnh thích hợp cho từng ngành hay từng loại hình doanh nghiệp trong từng giai đoạn cụ thể đặc biệt là nghiên cứu về phương pháp định giá và những điều chỉnh cho phù hợp với các doanh nghiệp vừa và nhỏ vì những bất cập đã nêu trên của phương pháp định giá phân tích chiết khấu dòng tiền sử dụng Mô hình định giá tài sản vốn cho việc xác định giá trị của bộ phận doanh nghiệp này ■

Chú thích:

1 Nguồn: <http://www.sgpp.org.vn> (8.2.2004)

2 Nguồn <http://www.pwc.se> (6.7.2003)

3 Nguồn: <http://www.sme.com.vn> (6.9.2003)

4 Số liệu chỉ mang tính ước lệ để làm ví dụ minh họa

Tài liệu tham khảo chính:

Annin Michael và Falaschetti Dominic, *Is there still a size premium?* CPA Expert, mùa đông 1998.

Barad Michael, *Technical analysis of the size premium*, 2001. CCH Business Valuation Alert, Tháng 9.2001, Ibbotson Associates, Inc, Beedle, *Regularities in Australian share returns*. Tạp chí Quản lý 13 (1): trang 1-29, 1991.

Damodaran A. 2002. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley & Sons.

DeThomas, A.R. 1985. *Valuing the ownership interest in privately held firm*. Tạp chí Doanh nghiệp nhỏ 9 (3): trang 9-50.

Frank F. 2003. *Going private: Responding to the small cap dilemma*. Báo cáo của Hiệp hội công nghiệp chứng khoán SIA (Securities Industry Association), Tập IV, Số 8: trang 3-7.

McMahon, R., Holmes, S., Hutchinson, P., Forsaith, D. 2000. *Small enterprise management theory and practice*. Sydney: Harcourt Publishers International.

Nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19.6.2002 của Chính phủ về việc chuyển các doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần.

Pratt, S.P., Roberrt F. Reilly, Robert, S. 2000. *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held firms*. New York: McGraw-Hill.

Pricer, R. W. và Johnson, A.C. 1997. *The accuracy of valuation methods in predicting the selling price of small firms*. Tạp chí Quản lý doanh nghiệp nhỏ, kỳ tháng Mười: trang 24-35.

Silber, W.L. 1991. *Discounts on restricted stock: the impact of illiquidity on stock prices*. Tạp chí Phân tích tài chính: Trang 60-64.

(Tiếp theo trang 5)

Tháo gỡ những rào cản ...

Những vấn đề về mặt chính sách

Từ những phân tích trên, những vấn đề về mặt chính sách mà Chính phủ cần nghiên cứu và cho ra giải pháp về lộ trình cổ phần hoá các DNNN độc quyền là:

- Xác định lại mục tiêu của cổ phần hoá các DNNN độc quyền.

- Cổ phần hoá các DNNN độc quyền có thể gắn liền với chúng là những phiên đàm phán của Chính phủ với các đối tác về tự do hoá các sản phẩm và đặc biệt là dịch vụ liên quan đến các ngành độc quyền trong việc gia nhập WTO để thực sự mang lại sức cạnh tranh chung cho cả nền kinh tế, tránh triệt để hoàn toàn việc các tổng công ty lớn lợi dụng những bất ổn trên thị trường để tăng giá kiếm lợi bất chính.

- Xác định một cách cụ thể hơn nguyên tắc thị trường trong định giá doanh nghiệp, phải chăng chỉ cần bất kỳ công ty kiểm toán nào hoặc tư vấn nào có đủ tư cách định giá mà không phải thông qua bất kỳ một hội đồng định giá nào và sau đó đưa chúng ra thị trường đấu giá trên sàn thì giá đó là giá thị trường?

- Nhà nước có thật sự cần nắm giữ tỷ lệ 51% mới gọi là có quyền chi phối

hay không? Cơ sở lý luận và thực tiễn nào cho tỷ lệ này? Bill Gates chỉ cần sở hữu có 20% cổ phiếu nhưng vẫn là ông vua của Microsoft đó sao!

- Tại sao cổ phần hoá, nhưng chỉ có phát hành cổ phiếu ưu đãi, trong khi một trong những mục tiêu của cổ phần hoá các DNNN độc quyền mà Chính phủ mong muốn là nâng cao hiệu quả quản lý và kinh doanh của các doanh nghiệp này, thậm chí Chính phủ còn có mong muốn là biến những DNNN độc quyền và những công ty lớn sau khi cổ phần hoá trở thành những tập đoàn kinh tế lớn không những trong nước mà còn mang tính quốc tế. Nếu như không có những cổ đông nắm giữ cổ phần thường từ các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài sẵn sàng chia sẻ rủi ro và kinh nghiệm quản lý, thì liệu mục tiêu trên có đạt được hay không? Phải chăng sau khi cổ phần hoá các DNNN độc quyền thì các doanh nghiệp này cũng lại trở thành DNNN? Có lẽ không có một doanh nghiệp nào trên thế giới, với tỷ lệ cổ phần lên đến 51% và lại có quyền chi phối trong những trường hợp đặc biệt lại gọi là công ty cổ phần. Chúng phải đích thị là DNNN gần như 100%.

- Mỗi bộ ngành có quyền đưa ra những lý lẽ riêng, mang tính kỹ thuật và kèm theo đó là những rào cản đến mức độ nào để không làm ảnh hưởng đến lộ trình cổ phần hoá? Những phức tạp về

mặt kỹ thuật trong các ngành độc quyền làm cho công chúng vô cùng bối rối. Một quan chức cao nhất trong ngành bưu chính viễn thông đã phát biểu rằng chỉ có những tiến sĩ trong ngành bưu chính viễn thông mới có thể phát biểu được về vấn đề độc quyền trong ngành này, còn tiến sĩ về công nghệ thông tin cũng chưa đủ tư cách phát biểu?

- Công bố một cách cụ thể danh mục và thời gian lộ trình cổ phần hoá các DNNN độc quyền và những giải pháp kèm theo nếu những ai không tuân thủ.

Cổ phần hoá các DNNN độc quyền là một chủ trương đúng của Đảng và Nhà nước. Muốn chủ trương trên trở thành hiện thực có rất nhiều vấn đề cần phải giải quyết. Các vấn đề phức tạp có giải quyết được hay không, nhiều khi không phải thuộc về chính bản thân các yếu tố mang tính kỹ thuật. Cái chính là cần phải thay đổi triệt để tư duy về cách làm cổ phần hoá. Nhưng quan trọng nhất, vấn đề có lẽ lại thuộc về câu hỏi "Chúng ta có thật tâm mong muốn cổ phần hoá các DNNN độc quyền hay không?" ■

(*) PGS.TS Trần Ngọc Thơ, *Hiện đại hoá công nghệ trong các ngành độc quyền* Tạp chí Phát triển kinh tế số 160 tháng 2 năm 2004. Trong bài này, chúng tôi có phân tích những nguyên nhân sâu xa dẫn tới các hiện tượng liên tục tăng giá trong các ngành độc quyền.