

PHƯƠNG PHÁP THOÁI VỐN - LÝ THUYẾT VÀ THỰC TẾ ÁP DỤNG TẠI CÁC DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM

PGS.TS. Vũ Văn Ninh - PGS.TS. Phạm Thị Thanh Hòa*

Hoạt động thoái vốn nhà nước đầu tư tại doanh nghiệp (DN) là nhiệm vụ trọng tâm trong thời gian hiện nay. Trên góc độ lý thuyết, thoái vốn có thể được thực hiện qua nhiều phương pháp khác nhau. Mỗi phương pháp có những ưu và nhược điểm riêng của mình. Việc áp dụng các phương pháp này vào thực tiễn thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN ở Việt Nam hiện nay còn bộc lộ nhiều hạn chế. Bài nghiên cứu đã hệ thống hoá các phương pháp thoái vốn tại DN và chỉ ra những điểm cần lưu ý khi áp dụng các phương pháp này trong việc thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN nhà nước ở Việt Nam hiện nay.

• Từ khóa: doanh nghiệp nhà nước, thoái vốn nhà nước tại DN, phương pháp thoái vốn.

The divestment of state capital invested in enterprises is one of the most important task in the present time. In a theoretical perspective, divestment can be carried out a variety of approaches. Each approach has its own advantages and disadvantages. The application of these methods to the practice of divestment of state investment in enterprises in Vietnam today still reveals many limitations. This paper has systematized approaches of divestment and point out some notes when applying these approaches in the divestment of state invested in enterprises in Vietnam.

• Keywords: state-owned enterprises, the divestment of state capital, methods to the practice of divestment.

Ngày nhận bài: 4/10/2019

Ngày chuyển phân biên: 6/10/2019

Ngày nhận phân biên: 19/10/2019

Ngày chấp nhận đăng: 23/10/2019

1. Giới thiệu

Trong nền kinh tế thị trường, nhà nước cũng là một chủ thể đầu tư như các nhà đầu tư cá nhân. Nhà nước đầu tư vốn vào các DN nhằm mục tiêu thu lợi nhuận hoặc vì mục tiêu công ích. Vốn nhà nước đầu tư tại DN có thể được hiểu là giá trị các tài sản hữu hình và vô hình thuộc sở hữu nhà nước được đầu tư vào DN nhằm tạo ra lợi nhuận hoặc các lợi ích quốc gia, lợi ích công cộng. Đúng trên góc độ nhà đầu tư, nếu hoạt động đầu tư mang

lại lợi ích thì các nhà đầu tư tiếp tục đầu tư vốn tại DN, nếu hoạt động đầu tư không mang lại lợi ích thì các nhà đầu tư sẽ rút vốn ra khỏi DN. Việc thoái vốn ra khỏi DN còn xuất phát từ nhiều lý do trong đó có lý do các nhà đầu tư muốn cơ cấu lại danh mục đầu tư của mình.

Nhà nước là một chủ thể đầu tư nên nhà nước cũng cần phải tái cơ cấu lại danh mục đầu tư của mình. Trong những năm qua, tình trạng đầu tư dàn trải, kém hiệu quả, đầu tư ngoài ngành và ngoài lĩnh vực kinh doanh chính của các DNNN giai đoạn trước năm 2010 đã gây thất thoát, lãng phí ngân sách nhà nước. Việc tái cơ cấu danh mục đầu tư của nhà nước trong đó có thoái bớt một phần vốn nhà nước đầu tư tại DN là cần thiết. Tuy nhiên, có một số câu hỏi được đặt ra là: (1) Có những phương pháp thoái vốn nào? (2) Để áp dụng được những phương pháp này cần phải có những điều kiện gì? Bài nghiên cứu sau đây sẽ hệ thống hoá những phương pháp thoái vốn, thực tế áp dụng các phương pháp này và các điều kiện cần phải có để áp dụng thành công các phương pháp thoái vốn.

2. Các phương pháp thoái vốn

Thoái vốn là hoạt động trái ngược lại với hoạt động đầu tư, có thể được hiểu là quá trình bán tài sản, bán một phần DN hoặc bán cả DN (Tư điển Tài chính, Cambridge). Thuật ngữ thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN xuất hiện vào năm 2011 khi Chính phủ yêu cầu các tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước cần phải có kế hoạch thoái vốn đầu tư ngoài ngành. Tuy nhiên, khái niệm thoái vốn chưa được quy định tại văn bản quy phạm pháp

* Học viện Tài chính

luật nào. Có thể hiểu thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN là hoạt động chuyển nhượng vốn, chuyển nhượng quyền góp vốn của nhà nước đầu tư tại DN, chuyển nhượng vốn nhà nước đầu tư thông qua hợp đồng hợp tác kinh doanh cho các thành phần kinh tế khác (Đặng Quyết Tiến, Lê Trung Sơn, 2018). Như vậy, việc thoái vốn gồm hai bên: bên bán vốn và bên nhận chuyển nhượng. Trên góc độ bên bán, để có thể thực hiện thoái vốn được thành công thì cần chú ý đến hai vấn đề đó là mức giá chuyển nhượng và các nhà đầu tư (bên mua). Vấn đề thứ nhất là cần phải xác định được mức giá chuyển nhượng có lợi cho hai bên. Việc xác định mức giá phù hợp là rất khó khăn và tốn nhiều chi phí. Bên bán (những người bên trong DN) có lợi thế hơn so với các nhà đầu tư (bên mua) vì họ hiểu được tài sản và hiệu quả hiện tại của DN. Việc định giá không những dựa vào thông tin hiện tại của DN mà còn bao gồm dự báo tương lai của DN, đối thủ cạnh tranh và đánh giá chất lượng quản trị và tầm nhìn chiến lược của DN. Vấn đề thứ hai cần phải xem xét đó là bên mua, số lượng nhà đầu tư tham gia mua, các cách đầu tư của nhà đầu tư, cách tiếp cận thông tin.

Việc xác định mức giá chuyển nhượng có thể được thực hiện thông qua nhiều phương pháp:

* Phương pháp thoả thuận

Theo phương pháp này, bên thoái vốn và bên nhận chuyển nhượng vốn thực hiện việc mua bán vốn thông qua thoả thuận dưới hình thức hợp đồng. Giá mua bán trong trường hợp này là sự thoả thuận giữa hai bên. Ưu điểm của phương pháp này là bên bán sẽ tự lựa chọn nhà đầu tư phù hợp với DN. Qua hợp đồng, bên bán có thể yêu cầu bên nhận chuyển nhượng thực hiện các nghĩa vụ sau khi mua phần vốn của mình nhằm tiếp tục duy trì, phát triển DN. Nhược điểm của phương pháp này là giá mua bán không được thực hiện theo cơ chế thị trường. Phương pháp này có thể phù hợp trong trường hợp bên bán muốn bán một DN quy mô nhỏ.

* Phương pháp đấu giá

Theo phương pháp này, giá mua bán phần vốn được chuyển nhượng được xác định như sau: bên bán quy định mức giá khởi điểm, bên nhận chuyển nhượng (các nhà đầu tư) sẽ thực hiện trả giá. Các nhà đầu tư trả giá cao nhất là người được

mua phần vốn đem ra đấu giá. Phương pháp này có ưu điểm là đảm bảo tính công khai minh bạch, đảm bảo quyền tham gia của các nhà đầu tư trên thị trường. Có nhiều nhà đầu tư tham gia vào việc mua phần vốn chuyển nhượng giúp cho bên thoái vốn tối đa hoá được lợi ích. Tuy nhiên, nhược điểm của phương pháp này là bên bán chưa đánh giá được khả năng hấp thụ của thị trường, chưa đánh giá được hết khả năng của người mua. Nhiều bất cập khác như: xác định mức giá khởi điểm, công bố thông tin chưa được minh bạch dẫn đến người mua chưa nắm được hết thông tin về DN.

* Phương pháp dựng sổ (book-building)

Dựng sổ là một cơ chế xác định giá được sử dụng trên thị trường chứng khoán trong trường hợp định giá chứng khoán phát hành lần đầu (IPO). Khi IPO, cổ phần được chào bán có thể được thực hiện với giá cố định. Tuy nhiên, nếu không chắc chắn về giá chính xác để bán cổ phần của mình, thì công ty có thể quyết định một khoảng giá nhất định. Quá trình xác định giá được thực hiện bằng cách cung cấp cho các nhà đầu tư một mức giá và sau đó yêu cầu họ đặt giá thầu trên cơ sở mức giá đó được gọi là quy trình dựng sổ. Việc xác định một khoảng giá sẽ tạo ra sự linh hoạt hơn so với việc xác định mức giá cố định. Vì nếu xác định một mức giá quá thấp thì công ty sẽ bị thiệt hại về lợi ích, còn nếu xác định giá quá cao thì có thể dẫn đến việc phát hành không thành công. Phương pháp dựng sổ áp dụng trong thoái vốn có thể được hiểu là quá trình trong đó tổ chức bảo lãnh phát hành phối hợp với tổ chức phát hành tạo lập việc tiếp nhận và ghi lại cầu cổ phiếu của nhà đầu tư nhằm xác định mức giá phù hợp đối với việc thoái vốn. Việc khảo sát nhu cầu thị trường và đưa ra mức giá hợp lý để thị trường có thể hấp thụ toàn bộ số cổ phần đem ra chào bán đảm bảo sự thành công của việc thoái vốn. Phương pháp dựng sổ được thực hiện theo quy trình như sau:

Bước 1: Lựa chọn tổ chức bảo lãnh phát hành. Tổ chức bảo lãnh phát hành nghiên cứu DN và đề xuất quy mô của đợt phát hành đồng thời đề xuất một dải giá (range price) cho các cổ phần được bán. Sau đó, DN ban hành bản cáo bạch với mức giá theo đề nghị. Lãnh đạo DN sẽ trình bày trực tiếp với các nhà đầu tư về tình hình sản xuất kinh doanh, chiến lược kinh doanh... nhằm nhận được sự đánh giá phù hợp từ các nhà đầu tư.

Bước 2: Các nhà đầu tư trên thị trường được yêu cầu chào mua cổ phần. Họ được yêu cầu chào giá cổ phần mà họ sẵn sàng mua với mức giá khác nhau. DN tiến hành dựng sổ bằng cách thu thập và tập hợp nhu cầu của các nhà đầu tư tương ứng với mỗi mức giá khác nhau trong biên độ giá.

Bước 3: Xác định giá chào bán công khai. Từ các thông tin thu thập được từ nhà đầu tư, doanh nghiệp cùng với tổ chức bảo lãnh phát hành tổng hợp kết quả dựng sổ, điều kiện thị trường và quyết định giá chào bán. DN tiến hành bán vốn với mức giá chào bán được xác định như trên.

So với phương pháp đấu giá, phương pháp dựng sổ giúp cho bên bán kiểm soát được thông tin của bên mua. Việc kiểm soát này có thể sử dụng để giúp tối đa hoá lợi ích dành cho bên bán hoặc để khiến người mua cẩn trọng hơn trong việc định giá, dẫn đến việc xác định được một mức giá chính xác hơn. Bên cạnh đó, với phương pháp dựng sổ, có ít rủi ro hơn về số lượng người mua. Bên bảo lãnh phát hành lựa chọn được nhà đầu tư, họ không thể ép buộc được nhà đầu tư ưa thích việc phát hành nhưng có thể cam kết mang lại cho các nhà đầu tư mức giá phù hợp đủ bù đắp cho thời gian và công sức của nhà đầu tư. Với phương pháp đấu giá, do thiếu sự kết nối với các nhà đầu tư nên thường dẫn tới rủi ro cho cả bên bán và bên mua, vì cả hai bên đều đưa ra quyết định mà không biết có bao nhiêu nhà đầu tư tham gia vào cuộc đấu giá. Có thể có tình huống ít nhà đầu tư tham gia, hoặc có thể có quá nhiều nhà đầu tư tham gia cùng cạnh tranh để đấu giá, dẫn tới các nhà đầu tư khó có thể bù đắp được chi phí phải bỏ ra để lấy thông tin của họ (Levin và Smith, 1994).

Nhược điểm của phương pháp dựng sổ là việc chuyển nhượng phải thông qua tổ chức bảo lãnh phát hành. Trong trường hợp việc thoái vốn quy mô lớn thì tổ chức bảo lãnh phát hành cũng phải quy mô lớn tương ứng. Ngoài ra, có thể xảy ra trường hợp các nhà đầu tư tổ chức liên kết với nhau làm giá trong quá trình dựng sổ, từ đó dẫn đến rủi ro cho bên thoái vốn.

*** Phương pháp thông qua giao dịch trên thị trường chứng khoán**

Phương pháp này được áp dụng đối với những công ty đại chúng đã niêm yết hoặc đăng ký giao dịch trên TTCK. Mức giá được xác định thông qua

phương thức khớp lệnh trực tiếp trên thị trường. Với phương pháp này, mức giá được xác định bởi thị trường. Bên thoái vốn có thể lựa chọn thời điểm thoái vốn khi giá cổ phiếu của công ty mình đạt được mức giá kỳ vọng. Phương pháp này đòi hỏi các công ty niêm yết phải tuân thủ theo các quy định của pháp luật về chứng khoán, đảm bảo công bố thông tin một cách công khai, minh bạch. Tuy nhiên, trong trường hợp cổ phiếu của công ty không có tính thanh khoản, giao dịch mua bán không diễn ra thường xuyên, mức giá khi thoái vốn sẽ khó có thể đảm bảo nguyên tắc thị trường. Bên cạnh đó, cũng như phương pháp đấu giá, khi áp dụng phương pháp này, bên bán không đánh giá được khả năng hấp thụ của thị trường đối với số cổ phần định thoái, dẫn đến rủi ro khi không bán hết số cổ phần cần bán.

Ngoài các phương pháp kể trên, việc thoái vốn có thể được thực hiện thông qua phương pháp chào bán cạnh tranh, thoái vốn thông qua bán cho người quản lý và người lao động trực tiếp tại DN...

3. Thực tiễn các phương pháp thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN

Hiện nay, phương pháp thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN phổ biến nhất là đấu giá. Nếu đấu giá không thành công thì thực hiện chào bán cạnh tranh. Về bản chất chào bán cạnh tranh và đấu giá có điểm giống nhau là mức giá được xác định đều có sự cạnh tranh giữa các người mua. Điểm khác nhau là với phương pháp đấu giá thì không hạn chế người mua, còn đối với chào bán cạnh tranh số lượng người mua hạn chế. Nếu chào bán cạnh tranh không thành công thì thực hiện theo phương pháp thoả thuận. Phương pháp dựng sổ đã được phép áp dụng trong việc thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN.

*** Thực tiễn áp dụng phương pháp đấu giá**

Theo thống kê số liệu từ Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, trong giai đoạn 2013-7/2018, nhà nước đã thực hiện thoái vốn tại 190 DN với khoảng 2500 nhà đầu tư đăng ký tham gia mua cổ phần. Như vậy, trung bình một phiên đấu giá có 13 nhà đầu tư. Theo thống kê trong số các cuộc đấu giá này, chỉ có 03 cuộc đấu giá có sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài (đó là tại các cuộc đấu giá cổ phần của Vinamilk, nhựa Bình Minh

và chế biến hàng xuất khẩu Cầu Tre). Từ các cuộc đấu giá cổ phần các DN nhà nước này, có thể rút ra một số nhận xét sau (Đặng Quyết Tiến và Lê Trung Sơn, 2018): (i) Tỷ lệ vốn cổ phần chào bán thấp nên không thu hút được nhiều nhà đầu tư: trong số 190 phiên đấu giá, có 115 phiên đấu giá nhà nước chào bán dưới 35% vốn điều lệ; (ii) Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài bị hạn chế nên cũng không thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài; (iii) Các nhà đầu tư bị hạn chế trong việc tiếp cận thông tin về DN và thông tin thoái vốn của DN. Tính đến thời điểm 31/12/2017 chỉ có 241/620 DN thực hiện công bố thông tin theo quy định (Báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư). Bên cạnh đó, nhiều thông tin giúp nhà đầu tư có thể đánh giá được toàn diện DN chưa được quy định bắt buộc công bố, như: các hợp đồng lớn, dự án DN đang triển khai, tình hình sử dụng lao động...

* Phương pháp khớp lệnh

Đối với các CTCP đã niêm yết hoặc đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán, có thể thực hiện việc thoái vốn theo phương thức khớp lệnh hoặc thỏa thuận (Nghị định 71/2013/NĐ-CP và Nghị định số 91/2015/NĐ-CP). Đến tháng 5/2018, theo NĐ số 32/2018/NĐ-CP việc thoái vốn tại các công ty này có thể được thực hiện thông qua hình thức khác (giao dịch ngoài sàn).

Khi thực hiện thoái vốn theo phương thức khớp lệnh, mức giá bán được căn cứ theo giá trên sàn giao dịch, do vậy đảm bảo tính công khai, minh bạch, tính thị trường. Tuy nhiên, khi thực hiện phương pháp này có một số hạn chế: các nhà đầu tư bị hạn chế trong việc tiếp cận thông tin về DN thoái vốn, thông tin số lượng cổ phần thoái, thời gian chính xác nhà nước sẽ đưa cổ phiếu lên thị trường.

Như vậy có thể nhận thấy, việc thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN trong thời gian qua còn bộc lộ nhiều hạn chế, trong đó có phương pháp thoái vốn. Với các đợt thoái vốn có quy mô lớn, bán theo lô thì chủ yếu là các nhà đầu tư tổ chức, nhà đầu tư nước ngoài mua lại. Các nhà đầu tư cá nhân trong nước thường không có đủ năng lực tài chính để tham gia mua trong trường hợp thoái vốn theo lô. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư thường bị hạn chế trong việc tiếp cận thông tin. Do vậy, cần thiết

phải có phương pháp thoái vốn mới tạo sự bình đẳng cho hai bên mua và bán, cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước, nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư tư nhân. Việc bổ sung thêm phương pháp dựng sổ là rất phù hợp với tình hình hiện nay.

4. Kiến nghị

Để có thể áp dụng các phương pháp thoái vốn nhà nước tại DN một cách phù hợp nhằm mang mang lại lợi ích lớn nhất cho nhà nước, cần phải thực hiện một số điều kiện sau:

- Cần nghiên cứu kỹ các nhà đầu tư khi tham gia vào việc mua cổ phần tại các DN thoái vốn. Mỗi nhà đầu tư có đặc tính và nhu cầu khác nhau. Nhà đầu tư chiến lược muốn gắn bó lâu dài với DN, muốn được can thiệp vào hoạt động kinh doanh của DN, nên họ quan tâm đến quyền nhà đầu tư chiến lược khi mua cổ phần hơn là mức giá mua cổ phần. Ngược lại, các quỹ đầu tư cũng muốn can thiệp vào hoạt động của DN nhưng nếu DN hoạt động không được như kỳ vọng thì họ có xu hướng thoái vốn. Vì vậy, họ quan tâm đến mức giá có đúng như mức giá họ đã định giá hay không.

- Cần nâng cao năng lực của các công ty chứng khoán để làm trung gian trong việc áp dụng phương pháp dựng sổ.

- Cần minh bạch hóa thông tin hoạt động của DN cần thoái vốn để các nhà đầu tư có đầy đủ thông tin cho việc định giá DN. Đây cũng là cơ sở cần thiết để nhà nước tránh thiệt thòi khi thực hiện thoái vốn tại DN.

Tài liệu tham khảo:

Nghị định 32/2018/NĐ-CP ngày 8/3/2018, sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13/10/2015 của Chính phủ về đầu tư vốn nhà nước vào DN và quản lý sử dụng vốn, tài sản tại DN.

Đặng Quyết Tiến, Lê Trung Sơn (2018), *Đổi mới cơ chế chính sách đối với hoạt động thoái vốn nhà nước đầu tư tại DN*.

Nguyễn Văn Thăng và Nguyễn Quốc Việt (2019), *Áp dụng công cụ dựng sổ trong định giá thoái vốn DN nhà nước*.

Ann E.Sherman, (2005). *Global trends in IPO methods: book building versus auctions with endogenous entry*. *Journal of Financial Economics* 78 (2005) 615-649.

Levin D., Smith, J.L., 1994. *Equilibrium in auctions with entry*. *American Economic Review* 84, 585-559.