

# HOẠT ĐỘNG THOÁI VỐN CỦA TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH VỐN NHÀ NƯỚC (SCIC) - NHỮNG VƯỚNG MẮC CẦN THÁO GỖ

TS. Bạch Thị Thanh Hà - Ths. Bạch Thị Thu Hoàng\*

*Thoái vốn doanh nghiệp nhà nước (DNNN) tiếp tục là giải pháp quan trọng trong sắp xếp, đổi mới, cơ cấu lại DNNN. Đến nay, cơ chế, chính sách về thoái vốn DNNN được sửa đổi, bổ sung, hoàn thiện nhằm tạo cơ sở pháp lý để đẩy nhanh tiến độ thoái vốn và hạn chế thất thoát vốn nhà nước, tạo điều kiện thuận lợi cho việc bán cổ phần và thu hút được các nhà đầu tư có tiềm năng, đồng thời bảo đảm quyền lợi chính đáng của người lao động. Tuy nhiên, tiến độ thoái vốn còn rất chậm. Vậy, đâu là nguyên nhân và giải pháp nào để tháo gỡ?*

• Từ khóa: thoái vốn, thất thoát vốn, DN nhà nước, chính sách.

*Divesting SOEs continues to be an important solution in arrangement, innovation and restructuring SOEs. So far, the mechanism and policies on divestment SOEs have been amended, supplemented and completed in order to create a legal basis to accelerate the divestment progress and limit the loss of state capital, creating favorable conditions for the sale of shares and attract potential investors, while ensuring the legitimate rights of workers. However, the divestment progress is still very slow. So what are the causes and solutions to solve?*

• Keywords: divestment, capital loss, state-owned enterprises, policies.

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. Tình hình thoái vốn tại SCIC thời gian qua

Giai đoạn 2017-2020, Thủ tướng Chính phủ giao Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước thoái vốn tại 132 DN, nhưng đến tháng 7/2019, số lượng DN thoái vốn chưa đạt 50%. Từ năm 2017 đến nay, các bộ, ngành, địa phương mới thoái vốn nhà nước tại 88 DN, tức là mới đạt 21,8% mục tiêu đặt ra tại Quyết định 1232/QĐ-TTg về việc phê duyệt danh mục DN có vốn nhà nước phải thoái trong giai đoạn 2017-2020. Theo

số liệu từ SCIC, lũy kế từ năm 2017 đến nay, SCIC đã bán vốn tại 53 DNNN và thu về 20.133 tỷ đồng. Số tiền chênh lệch bán vốn 16.650 tỷ đồng, đạt tỷ lệ 5,8 lần, cao hơn mức bình quân cả nước giai đoạn 2011-2015 (mức 1,48 lần). Như vậy, nếu so với tốc độ thoái vốn chung của cả nước, rõ ràng, tốc độ thoái vốn của SCIC cao hơn rất nhiều. Trong năm 2018, SCIC thực hiện bán vốn thành công tại 09 DN (trong đó bán hết vốn tại 07 DN, bán bớt vốn tại 02 DN) với tổng giá trị doanh thu ghi nhận là 7.693 tỷ đồng, chênh lệch bán vốn là 5.706 tỷ đồng trên giá vốn là 2.617 tỷ đồng đạt tỷ lệ 2,94 lần. Đặc biệt, thành công của công tác bán vốn năm 2018 không nằm ở số lượng, mà còn nằm ở chất lượng, hiệu quả bán vốn. Năm 2018, mặc dù thị trường biến động mạnh song SCIC vẫn chào bán rất thành công cổ phần tại Vinaconex (thoái 2.549 tỷ đồng tại Vinaconex (VCG) thu về 7.366 tỷ đồng) hay nhựa Bình Minh (thoái 144 tỷ đồng thu về 2.329 tỷ đồng). Nửa đầu năm 2019 chỉ có 4 DN được SCIC thoái vốn thành công, trong khi kế hoạch cho cả năm là 108 DN (theo danh sách bán vốn năm 2019 được SCIC công bố dựa trên quyết định số 93/QĐ-ĐTKDV ngày 22/05/2019).

Nếu xét trên số lượng DN cần phải thoái vốn và số DN thoái được thì chưa đạt kết quả như kế hoạch, nhưng xét trên khía cạnh chất lượng, thì có thể nói, việc thoái vốn của SCIC là khá thành công. Bởi điều quan trọng là sau khi Nhà nước

\* Học viện Tài chính

thoái vốn, DN kinh doanh hiệu quả, tiếp tục sử dụng lao động cũ, thu hút lao động mới, đóng góp vào ngân sách nhà nước. Đây mới là mục đích chính của việc tái cơ cấu DN nhà nước. Ví dụ, việc thoái vốn nhà nước của SCIC tại Vinaconex được nhiều chuyên gia đánh giá là khá thành công. Thành công ở đây không chỉ là bán được vốn nhà nước với giá cao nhất có thể theo đúng nguyên tắc công khai, minh bạch, mà còn thành công trong cả việc chuyển giao quyền quản trị, quản lý DN cho nhà đầu tư. Sau khi SCIC thoái hết vốn nhà nước tại Vinaconex, mặc dù diễn ra việc đấu tranh giữa cổ đông cũ với cổ đông mới là việc tất yếu trong nội bộ các DN sau tái cơ cấu. Các cổ đông mới và ban lãnh đạo DN cũ phải tự giải quyết với nhau để tìm được tiếng nói chung vì quyền lợi của họ gắn với DN, nên ai cũng mong muốn DN ổn định, phát triển.

**2. Nguyên nhân làm chậm thoái vốn**

Bên cạnh kết quả đạt được, còn tồn tại một số hạn chế trong công tác thoái vốn cần sớm tháo gỡ để tăng số lượng DN bán vốn thành công.

*Một là*, việc thoái vốn nhà nước còn chậm do các đơn vị đạt kết quả kinh doanh thấp hoặc còn khó khăn trong xử lý các vấn đề tài chính.

Trong quá trình cổ phần hóa, thoái vốn khỏi DN nhà nước, thời gian để xử lý vướng mắc về tài chính, đất đai, lao động... bị kéo dài, đặc biệt là ở những dự án bị thua lỗ. Đây là yếu tố khách quan, không thể xử lý nhanh dẫn đến các DN phải điều chỉnh tiến độ cổ phần hóa. Cụ thể:

Trong số hơn 40 DNNN được SCIC cho là khó bán, có 28 DN kinh doanh thua lỗ, lỗ lũy kế trên 3 năm, trong đó có nhiều trường hợp đáng ra phải xử lý theo hình thức giải thể, phá sản. Ví dụ như dự án nhà máy bột giấy Phương Nam đấu giá 3-4 lần không có người mua. Hay ở dự án Gang thép Thái Nguyên giai đoạn 2, Nhà nước muốn bán cả DN nhưng phải xử lý các vấn đề tồn tại về tranh chấp pháp lý giữa nhà thầu, chủ đầu tư mới bán được.

Những DN làm ăn khá hơn thì vốn nhà nước chỉ chiếm 5%, 10%, 20%, rất khó bán bởi tỷ lệ sở hữu quá thấp sẽ không khiến nhà đầu tư chiến lược quan tâm.

Một số DN còn lại, khi xác định giá trị để đem bán thì tổ chức xác định giá trị DN, định giá cao

gấp nhiều lần giá trị thực, nên không nhà đầu tư nào bỏ tiền ra mua, cũng không thể bán DN dưới giá do tổ chức xác định giá trị DN đưa ra do e ngại vấn đề có thất thoát tài sản nhà nước hay không.

*Hai là*, do việc áp dụng một số quy định mới theo hướng thận trọng, chặt chẽ nhằm đảm bảo lợi ích của nhà nước trong cơ chế bán vốn.

Theo Nghị định số 32/2018/NĐ-CP của Chính phủ về sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13/10/2015 về đầu tư vốn nhà nước vào DN và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại DN, diễn biến không thuận lợi của thị trường chứng khoán... Đặc biệt, trong 148 DN trong danh mục của SCIC, trên 10 DN đường bộ, đường sông chưa thể bán do vướng Nghị định số 32/2018/NĐ-CP, trên 20 DN phải cổ phần hóa trước khi bán, hoặc phải trình cấp có thẩm quyền giải quyết vướng mắc khác trước khi bán.

*Ba là*, khó khăn trong việc xác định giá bán với DN thoái vốn dù đã niêm yết.

Về lý thuyết thì khi DN sau khi đăng ký giao dịch trên sàn chứng khoán, SCIC bán với giá thị trường sẽ là hợp lý. Tuy nhiên, trên thực tế, nhiều DN mà SCIC đang làm đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước niêm yết, đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán bình thường thì giá cổ phiếu lúc tăng, lúc giảm, nhưng xu thế giảm nhiều hơn tăng. Tuy nhiên, khi có thông tin thoái vốn nhà nước tại DN, ngay lập tức giá cổ phiếu tăng liên tục, thậm chí tăng kịch trần liên tục, nhưng mỗi phiên chỉ có vài chục đến vài trăm cổ phiếu giao dịch, trong khi DN hoạt động bình thường, không có gì đột biến. Theo quy định tại Nghị định 32/2018/NĐ-CP thì trong trường hợp này, giá khởi điểm vốn nhà nước đem bán không được thấp hơn giá tham chiếu. Giá tham chiếu là giá bình quân của 30 ngày giao dịch liên tiếp trên thị trường chứng khoán trước ngày công bố thông tin thực hiện bán cổ phần, chuyển nhượng vốn. Trong khi, giá cổ phiếu của DN sắp thoái vốn tăng liên tục với số lượng giao dịch thành công chỉ có vài chục đến vài trăm cổ phiếu/phiên giao dịch. Khi bán vốn nhà nước mà lấy giá tham chiếu các phiên đó, thì không nhà đầu tư nào mua. SCIC cũng không dám bán dưới giá tham chiếu, bởi nếu bán, SCIC không gánh nổi trách nhiệm.

**Bốn là**, việc chậm trễ tiến độ còn do khó khăn về quy trình thoái vốn, nhất là về vấn đề định giá và hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài.

Về quy định thoái vốn, quy trình bắt buộc là phải lần lượt đấu giá công khai, chào bán cạnh tranh và cuối cùng là bán thỏa thuận (nếu bán không thành công qua các vòng). Với đấu giá công khai, thì vai trò của các công ty tư vấn rất khó có vị trí đáng kể. Do vậy, quy trình này không phù hợp đối với thông lệ quốc tế, chẳng hạn như quá trình DD (due diligence) không khớp vào quy trình đấu giá công khai lần thứ nhất. Nhà đầu tư không thể yên lòng chi khoản tiền lớn khi mà chỉ dựa vào bản công bố thông tin của DN, trong khi không được DD đúng nghĩa. Do đó, cần có những quy chế để quy trình bán vốn Nhà nước xích gần hơn với thông lệ thị trường quốc tế.

### 3. Một số giải pháp nhằm đẩy nhanh thoái vốn nhà nước

DN cũng là một loại hàng hóa, việc mua bán phải tuân theo nguyên tắc thị trường. Do đó, việc bán vốn phải tuân thủ nguyên tắc thị trường. Nếu bán lúc thị trường không tốt sẽ ảnh hưởng đến lợi ích Nhà nước. Do đó, buộc SCIC phải chủ động tính toán, lựa chọn thời điểm bán vốn phù hợp với thị trường. Để tháo gỡ vướng mắc, đẩy nhanh công tác bán vốn, kiến nghị:

**Một là**, cho phép SCIC được áp dụng cơ chế bán vốn đặc thù đã được quy định tại Nghị định số 151/2013/NĐ-CP ngày 1/11/2013 về chức năng, nhiệm vụ và cơ chế hoạt động của SCIC để đẩy nhanh tiến độ triển khai bán vốn tại các DN đường bộ, đường sông.

**Hai là**, sớm sửa đổi, bổ sung Nghị định số 32/2018/NĐ-CP để tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong công tác bán vốn về: đất thuê trả tiền hàng năm, xác định giá khởi điểm đối với DN niêm yết...

**Ba là**, mạnh dạn cho phá sản đối với những DN nhà nước làm ăn thua lỗ triền miên, không có phương án khắc phục.

**Bốn là**, nên giảm bớt tỷ lệ khoản ký quỹ đối với nhà đầu tư chiến lược theo thông lệ quốc tế. Nghị định 126/2017/NĐ-CP về chuyển DN nhà nước, công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do DNNN đầu tư 100% vốn thành công ty cổ phần, khoản ký quỹ mà nhà đầu tư chiến lược được yêu cầu thực hiện tăng từ 10% lên

20% tổng giá trị cổ phần được đăng ký theo quy định cổ phần hóa là quá cao so với hầu hết các giao dịch M&A quốc tế. Theo quy định, nếu có từ 2 nhà đầu tư chiến lược trở lên và đăng ký mua số lượng cổ phần lớn hơn số lượng được đề xuất bán trong kế hoạch cổ phần hóa đã được phê duyệt, thì việc bán cổ phần sẽ được thực hiện thông qua đấu giá trên sở giao dịch chứng khoán. Điều này sẽ gây khó khăn cho nhà đầu tư chiến lược trong việc đàm phán các quyền lợi và sẽ không có quy trình thẩm định, gây cản trở các nhà đầu tư tiềm năng khi họ xem xét tham gia vào quy trình đấu thầu.

**Năm là**, về vấn đề định giá, như đã phân tích ở trên, cần nới khung thời gian tham chiếu dài hơn. Ví dụ, thời gian tham chiếu là 3 - 6 tháng thay vì 30 ngày; đánh tỷ trọng điểm số theo giá trị giao dịch chiếm đa số v.v..., vừa tránh hiện tượng làm giá để đầu cơ, để từ đó xác định giá tham chiếu hợp lý hơn.

**Sáu là**, nâng tỷ lệ sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài.

Cũng theo Nghị định 126/2017/NĐ-CP, chỉ có DN mà Nhà nước tiếp tục nắm giữ hơn 50% vốn điều lệ (sau cổ phần hóa) mới được quyền chào bán cổ phiếu của mình cho các nhà đầu tư chiến lược và ít nhất 20% số cổ phần trong 1 DN nhà nước được cổ phần hóa phải được bán thông qua hình thức công khai; 1 nhà đầu tư chiến lược không được nắm giữ hơn 30%. Đây là tỷ lệ cổ phần quá thấp, đặc biệt là nhà đầu tư chiến lược hoạt động cùng ngành đều mong muốn có được quyền cổ đông đa số. Rõ ràng đây sẽ trở thành rào cản, làm mất đi tính cạnh tranh, đặc biệt là với những thương vụ lớn khi khả năng của nhà đầu tư trong nước còn hạn chế.

#### Tài liệu tham khảo:

Mạnh Bốn (2019), Thoái vốn nhà nước tại nhiều DN khó, vì sao? Báo đầu tư, ngày 31/7/2019.

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

Chính phủ (2017), Nghị định 126/2017/NĐ-CP về chuyển DN nhà nước, công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do DN nhà nước đầu tư 100% vốn thành công ty cổ phần.

Thủ tướng Chính phủ (2017), Quyết định 1232/QĐ-TTg về việc phê duyệt danh mục DN có vốn nhà nước phải thoái trong giai đoạn 2017-2020.