Cổ phần hóa và quản trị công ty

HOÀNG VIỆT HÀ

1. Cổ phần hóa hay tư nhân hóa ?

Cổ phần hóa là việc chuyển một công ty 100% vốn nhà nước sang công ty cổ phần có cơ cấu sở hữu đa dạng. Về mặt luật pháp thì đây là quá trình chuyển từ công ty hoạt động theo Luật Doanh nghiệp nhà nước sang một công ty cổ phần hoạt động theo Luật Doanh nghiệp. Tư nhân hóa là việc chuyển một công ty (có thể 100% vốn nhà nước hay có vốn nhà nước) sang công ty cổ phần có cơ cấu sở hữu chủ yếu là sở hữu tư nhân.

Xem xét hai định nghĩa trên, có thể thấy nội dung công việc của cổ phần hóa và tư nhân hóa là như nhau. Đều bao gồm việc bán một phần hay lần lượt từng phần sở hữu nhà nước trong một công ty cho các cổ đông không phải nhà nước. Tuy nhiên, mục đích và quan điểm của hai công việc này có thể khác nhau. Cổ phần hóa có phạm vi hẹp hơn và quan điểm thận trọng hơn trong việc bán phần vốn nhà nước trong công ty nhà nước cho tư nhân. Mục tiêu trước mắt của cổ phần hóa là thay đổi được cơ cấu sở hữu 100% vốn của Nhà nước và chuyển đổi hình thức công ty từ công ty nhà nước thành công ty cổ phần. Tuy nhiên mục tiêu đối với tư nhân hóa là giảm thiểu sở hữu nhà nước trong công ty có vốn nhà nước, tăng sở hữu tư nhân, từ đó tạo động lực đem lại sự thay đổi đối với quản trị công ty do gắn chặt lợi ích cá nhân vào hiệu quả hoạt động của công ty.

Việc thay đổi cơ cấu sở hữu trong công ty nhà nước không phải là vấn đề mới và chỉ có ở các nước đã hoặc đang phát triển theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Từ năm 1979, Thủ tướng Anh Margaret Thacher sau khi đắc cử đã kiên quyết tiến hành các cuộc cải cách tư nhân hóa các doanh nghiệp nhà nước. Cuộc cải cách này sau đó tiếp tục thực hiện tại các nước tư bản châu Âu, các nước đang phát triển như Xingapo, Chilê, Mêhicô.. sau đó tiếp tục thực hiện tại các nước xã hội chủ nghĩa cũ như Nga, Hungary, Ba Lan, Tiệp Khắc... trong những năm 1990. Nhiều nghiên cứu về lý thuyết (Boycko et al., 1996) và thực tiễn (Megginson and Nash, 1994, Boubakri and Cosset, 1998) đã củng cố nhận định cổ phần hóa thực sự nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Vấn đề đặt ra là tại sao các nước trên thế giới thì thực hiện chủ trương tư nhân hóa (privatization) trong khi Việt Nam lại thực hiện chủ trương cổ phần hóa. Điều này cũng có thể phần nào lý giải từ quan điểm thận trọng của Chính phủ Việt Nam trong cải cách doanh nghiệp nhà nước, cũng như việc lựa chọn những bước đi mà Chính phủ đánh giá là phù hợp trong từng giai đoạn phát triển kinh tế xã hội. Hơn nữa, cụm từ "tư nhân hóa" có thể khó được chấp nhận tại một số quốc gia. Tuy nhiên từ thực tiễn cổ phần hóa tại Việt Nam, một số công ty cổ phần hóa như Viffon đã thực hiện chủ trương bán toàn bộ phần vốn góp nhà nước (51%) tại doanh nghiệp thì thực chất là công ty Viffon đã được tư nhân hóa hoàn toàn.

2. Quản trị công ty là gì?

Từ "quản trị" được dùng trong thuật ngữ "quản trị công ty" ở đây gần nghĩa với từ "quản trị" trong "hội đồng quản trị" thể hiện nội dung công việc của *người sở hữu* (principals) trong quản lý *người điều hành (managers)* nhằm bảo toàn, phát triển vốn và mang lại lợi nhuận cho mình. Người sở hữu trong một công ty gọi là các cổ đông (shareholders) và người điều hành là người được cổ đông ủy quyền đại diện (agents) trong sử dụng vốn đầu tư của cổ đông và điều hành hoạt động kinh doanh của công ty theo các mục tiêu của cổ đông. Quản trị công

Hoàng Việt Hà, Ths, Tổng công ty Bảo Việt.

ty (corporate governance) là cơ chế quản lý của các cổ đông đối với người đại diện điều hành trong việc sử dụng vốn đầu tư trong kinh doanh, nhằm bảo đảm người đại diện này thực hiện đúng các mục tiêu của các cổ đông. Như vậy, thuật ngữ quản trị công ty khác với quản trị kinh doanh hay điều hành kinh doanh, theo đó quản trị kinh doanh là một môn khoa học nói chung về quản lý doanh nghiệp, còn điều hành kinh doanh là công việc của các tổng giám đốc trong thực hiện nhiệm vụ của cổ đông giao phó.

Vấn đề quản trị công ty có nguồn gốc từ việc tách rời giữa sở hữu và điều hành trong các doanh nghiệp. Trong mô hình doanh nghiệp tư nhân, hộ gia đình - người sở hữu cũng là người điều hành. Khi sản xuất kinh doanh phát triển tới một mức độ nhất định thì mô hình này không còn phù hợp với qui mô vốn và kinh nghiệm quản lý của một cá nhân. Chính vì vậy, hình thức doanh nghiệp cổ phần xuất hiện nhằm thu hút vốn đầu tư của xã hội và thuê các nhà quản lý chuyên nghiệp, vận hành các công ty cổ phần lớn. Chính từ đây, mâu thuẫn về lợi ích giữa người sở hữu và người quản lý bắt đầu xuất hiện. Người sở hữu là các cổ đông phân tán thực chất nắm các *tài sản thụ động* (cổ phiếu), không nắm rõ hoạt động kinh doanh và khó có thể can thiệp được vào hoạt động của công ty, trong khi người quản lý không phải chủ sở hữu thì lại được nắm *tài sản động* có quyền điều hành, sử dụng các tài sản được giao phó và trong nhiều trường hợp có thể điều hành công ty nhằm phục vụ các lợi ích cá nhân của mình (Berle A. A. and Means C. G., 1932). Nhiều hình thức lợi dụng quyền hành được giao để tư lợi của người điều hành có thể gói gọn bởi cụm từ "lợi dụng chức vụ quyền hạn để tham ô, lãng phí" như báo chí vẫn thường nhắc tới. Vấn đề mâu thuẫn quyền lợi giữa chủ sở hữu và người điều hành được gọi là "*vấn đề người đại diện-agency problem*" và quản trị công ty chính là công cụ để hạn chế và giải quyết vấn đề "người đại diện".

Cơ cấu sở hữu trong một công ty cổ phần là căn cứ rất quan trọng để thực hiện quyền quản trị của các cổ đông. Trong công ty có cơ cấu sở hữu phân tán, các cổ đông chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ hoặc rất nhỏ trong vốn chủ sở hữu của công ty, thì vấn đề người đại diện có nhiều cơ hội xảy ra và khó kiểm soát. Nguyên nhân là các cổ đông phân tán không đủ động lực đầu tư thời gian và tiền bạc cần thiết để thu thập thông tin, giám sát hoạt động công ty và vận động bỏ phiếu về các chính sách hoặc thay đổi người điều hành công ty. Người điều hành được uỷ quyền tự chủ hoạt động và do vậy, cũng có nhiều cơ hội thu vén lợi ích cá nhân. Trong các công ty có một số ít cổ đông, và các cổ đông này nắm tỷ lệ sở hữu lớn - có cơ cấu sở hữu tập trung, các cổ đông có điều kiện hơn trong can thiệp và các chính sách phát triển công ty, kiểm soát chặt chẽ hơn hoạt động của người điều hành. Tuy nhiên, vấn đề người đại diện lại thể hiện dưới một hình thức khác, đó là các cổ đông lớn, lợi dụng chức vụ được tất cả các cổ đông uỷ thác trong hội đồng quản trị có các hành động thu vén lợi ích cho mình, gây thiệt hại cho các cổ đông nhỏ (La Porta et al., 2000).

Tất cả các doanh nghiệp có sự tách rời giữa sở hữu và điều hành đều gặp phải vấn đề người đại diện, hay nói cách khác là tiềm ẩn mâu thuẫn lợi ích giữa các cổ đông và người điều hành. Ngay cả các doanh nghiệp thuộc nước có nền kinh tế thị trường phát triển như Mỹ, Anh - vấn đề người đại diện được coi là mâu thuẫn cơ bản của doanh nghiệp mà hệ thống luật pháp, cũng như kinh nghiệm quản trị công ty trong hàng thế kỷ qua đã phải liên tục hoàn thiện để đối phó. Tuy nhiên ngay cả gần đây, chính vấn đề người đại diện là nguyên nhân chính gây ra sự phá sản của các tập đoàn kinh tế lớn như Enron, WorldCom, Tyco và đây cũng là một nguyên nhân đẩy các nước châu Á - Thái Bình Dương vào khủng hoảng tài chính năm 1997 (Johnson et al., 2000). Trải qua nhiều thế kỷ, nhiều công cụ để hạn chế vấn đề người đại diện

đã được thiết lập như: các qui định của luật pháp, chế độ hạch toán, kiểm toán, hoạt động kiểm soát của hội đồng quản trị, việc đề cao các giá trị đạo đức, hành vi kinh doanh v.v.... đã từng bước hạn chế được vấn đề người đại diện. Sự phát triển của doanh nghiệp và sự đóng góp của doanh nghiệp vào đời sống kinh tế xã hội đã chứng minh điều đó. Tuy nhiên, cần khẳng định *vấn đề người đại diện là mâu thuẫn tiềm ẩn trong doanh nghiệp có sự tách rời quyền sở hữu và điều hành.*

3. Những mâu thuẫn về quản trị công ty trong công ty nhà nước là gì?

Trong công ty nhà nước, sở hữu nhà nước là sở hữu toàn dân. Có thể xem chính phủ chính là đại diện chủ sở hữu toàn dân trong công ty nhà nước. Tuy nhiên chính phủ là một thể chế mà có những cá nhân, tập thể được chính phủ giao nhiệm vụ thực hiện việc quản lý vốn nhà nước trong các công ty. Những cá nhân, tập thể đó thực chất cũng là những *người đại diện*, được uỷ quyền quản lý vốn chứ không phải là những người chủ sở hữu cá nhân đối với tài sản mà mình quản lý. Như vậy, có thể nói sở hữu trong doanh nghiệp nhà nước có đặc điểm rất phân tán và nhìn chung, những người là chủ sở hữu cuối cùng đối với tài sản nhà nước cũng không có khái niệm rõ ràng về thực hiện quyền làm chủ này như thế nào vì đó là sở hữu thuộc về sở hữu toàn dân hay của những người đóng thuế. Việc quản trị vốn toàn dân được thực hiện qua cơ chế *người đại diện quản lý người đại diện*, trong khi trong doanh nghiệp tư nhân thì thực hiện theo cơ chế *người chủ sở hữu quản lý người đại diện*.

Từ phân tích trên, có thể thấy, sở hữu trong công ty nhà nước mang tính chất sở hữu rất phân tán và việc quản lý, sử dụng nó hoàn toàn qua nhiều cấp những người đại diện sở hữu. Sở hữu toàn dân được giao cho chính phủ quản lý, chính phủ sau đó giao cho người đại diện sở hữu khác (bộ, ngành), sau đó được giao cho người đại diện khác (hội đồng quản trị - HĐQT) và cuối cùng được HĐQT giao cho tổng giám đốc với vai trò điều hành việc sử dụng nguồn vốn trên. Có thể nói, việc tách rời giữa người sở hữu và người đại diện điều hành khá xa vời. Do vậy, khả năng kiểm soát của người chủ sở hữu đối với người đại diện khó khăn. Như vậy, vấn đề người đại diện, hay nói cách khác là vấn đề lợi dụng quyền hạn được giao để tư lợi trong doanh nghiệp nhà nước có khả năng xảy ra ở nhiều cấp. Nguyên nhân căn bản của tình trạng trên là do bản chất tư lợi, luôn quan tâm tới tài sản cá nhân hơn tài sản của tập thể của con người. Hay nói cách khác người chủ sở hữu sẽ có động lực tích cực và trách nhiệm đối với việc quản lý tài sản cá nhân của mình hơn là quản lý tài sản cho người khác. Điều này sẽ dẫn đến tình trạng hoạt động kém hiệu quả, thất thoát, lãng phí của các công ty nhà nước.

Giả thiết hành vi tư lợi cá nhân của con người khi tham gia các hoạt động kinh tế là giả thiết cơ bản xây dựng lên nhiều lý thuyết kinh tế hiện nay. Tuy nhiên, cũng có quan điểm khác cho rằng bản chất tư lợi không đúng cho tất cả mọi người (Donaldson and Davis, 1991). Một số nhà điều hành có thể coi lợi ích của mình là lợi ích của chủ sở hữu và sẵn sàng tận tâm và cống hiến lao động cho lợi ích của chủ sở hữu. Nhu cầu đối với những người điều hành này trong công việc là tự khẳng định, tự hài lòng, ý nghĩa và sự thành đạt với công việc (một thang bậc cao trong lý thuyết về nhu cầu con người của Maslow) hơn là nhu cầu kinh tế. Quan hệ giữa người chủ sở hữu và người điều hành là quan hệ tin tưởng lẫn nhau để cùng nâng cao hiệu quả kinh doanh. Tuy nhiên theo Davis (1997), quan hệ này không bền vững trong kinh tế thị trường và sẽ trở về quan hệ kiểm soát-điều hành. Lý do là vì chỉ cần một trong hai người sở hữu hoặc người quản lý có hành vi tư lợi đối với người kia (ví dụ người quản lý lợi dụng lòng tin của người chủ sở hữu để tư lợi, hoặc người sở hữu có hành vi tận dụng sức lao động hoặc nghi ngờ sự trung thực của người điều

hành) quan hệ trên sẽ bị phá vỡ và trở về quan hệ kiểm soát - điều hành.

Điều đáng lưu ý là vấn đề người đại diện khó quản lý hơn ở doanh nghiệp nhà nước so với doanh nghiệp cổ phần vốn tư nhân. Cơ chế để thay đổi quản trị công ty trong công ty hoạt động kém hiệu quả đối với công ty vốn tư nhân rất đơn giản: công ty sẽ bị công ty khác thôn tính và người điều hành, thành viên HĐQT kém năng lực, không trung thực sẽ bị thay thế. Lực lượng thị trường đóng vai trò quyết định trong việc nhanh chóng chuyển vốn vào nơi đầu tư hiệu quả hơn, và những người có năng lực và trung thực sẽ có những việc làm có thu nhập hấp dẫn. Trong các doanh nghiệp nhà nước, những cơ chế thực hiện các thay đổi trên không phải không có, tuy nhiên chúng không được thực hiện hoặc thực hiện chậm trễ, do đơn giản là tài sản của công ty không được quan tâm sử dụng như tài sản cá nhân, và lực lượng thị trường nhiều khi không đóng vai trò quyết định trong giải quyết các vấn đề kém hiệu quả.

Phân tích về nguyên nhân gây ra tình trạng kém hiệu quả của công ty nhà nước cũng có hai quan điểm. Quan điểm thứ nhất cho rằng tình trạng trên là do việc ràng buộc, áp đặt các mục tiêu chính trị vào doanh nghiệp từ phía quản lý nhà nước (Boycko et al., 1996). Cũng có ý kiến cho rằng đó là do thiếu năng động hoặc thiếu động lực cần thiết trong điều hành từ phía các cấp lãnh đạo của doanh nghiệp (Vickers and Yarrow, 1988). Tuy nhiên, dù là do ai trong các cấp được uỷ quyền đại diện sở hữu thì đây vẫn là mâu thuẫn do tách rời quyền sở hữu và điều hành đã được nêu ra. Cổ phần hóa hay tư nhân hóa chính là một công cụ mà chính phủ kỳ vọng để nhằm giải quyết cả hai nguyên nhân trên theo cách: (1) Tách rời quản lý nhà nước khỏi quản lý doanh nghiệp và (2) Đa dạng hóa cơ cấu sở hữu, tăng cơ cấu sở hữu tư nhân để nâng cao trách nhiệm quản lý của những người chủ sở hữu đối với hoạt động điều hành doanh nghiệp.

4. Những tồn tại về quản trị công ty trong công ty cổ phần hóa là gì?

Công cuộc cổ phần hóa tại Việt Nam đã thực hiện được 10 năm, tới nay, tổng số doanh nghiệp được cổ phần hóa là 2242 doanh nghiệp. Tổng số vốn nhà nước tại các doanh nghiệp cổ phần hóa là 17,7 tỷ, bằng 8,2% trong tổng số vốn nhà nước tại doanh nghiệp (vneconomy.com.vn, 11-3-2005). Đa số các doanh nghiệp cổ phần hóa đều có tỷ lệ cổ phần nhà nước chi phối. Như vậy, phần vốn nhà nước bán ra ngoài cho cán bộ và công chúng là một con số thấp hơn nhiều con số 17,7 tỷ. Thuận lợi trước mắt của các công ty cổ phần hóa là công ty đã được chuyển sang hoạt động theo luật doanh nghiệp với điều kiện thông thoáng hơn. Tuy nhiên, nhiều công ty cũng gặp nhiều khó khăn như tiếp cận các khoản tín dụng, hoặc duy trì ủng hộ từ chính quyền địa phương hoặc công ty mẹ. Một số công ty cổ phần hóa đã cải tiến công tác quản trị, điều hành doanh nghiệp, nâng cao hiệu quả kinh doanh. Tuy nhiên, hiện nay nhiều doanh nghiệp vẫn trong tình trạng lúng túng, chưa có những chuyển biến mạnh trong quản trị, điều hành công ty (vneconomy.com.vn, 18-11-2004) dẫn đến hiệu quả kinh doanh không được cải thiện. Sau đây sẽ phân tích một số nguyên nhân của tình trạng trên.

- Cơ cấu sở hữu nội bộ quá lớn:

Về cơ cấu sở hữu của các công ty cổ phần hóa hiện nay gồm 3 phần: phần sở hữu nhà nước, sở hữu nội bộ (chủ yếu của cán bộ công ty), sở hữu bên ngoài (do các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức bên ngoài khác). Hiện nay, tỷ lệ sở hữu nội bộ gồm sở hữu nhà nước và sở hữu của cán bộ công ty còn quá lớn. Đối với các công ty nhỏ, việc phát hành cổ phiếu có tính nội bộ, do vậy tỷ lệ sở hữu nội bộ rất cao. Một số công ty có tỷ lệ sở hữu nội bộ lên tới trên 90%, ví dụ như Nhà máy nhựa Vân Đồn (95%), Nhà máy Tân Phú (92%), Nhà máy Tân Tiến (100%), XN thuỷ tinh Bà Rịa - Vũng Tầu (97%). Bảng sau so sánh cơ cấu sở hữu trong quá

trình cổ phần hóa trung bình của 25 nước đang phát triển trên thế giới và cơ cấu sở hữu trung bình của một số công ty tại Việt Nam sau cổ phần hóa:

Loại hình sở hữu	Tỷ lệ sở hữu ngay sau cổ phần hóa các nước đang phát triển (%)	Tỷ lệ sở hữu sau 3 năm cổ phần hóa tại các nước đang phát triển (%)	Tỷ lệ sở hữu ngay sau cổ phần hóa của 4 công ty tại Việt Nam (%)
Nhà nước	35	21	60
Cán bộ	4	3,22	22
Tổ chức đầu tư	21	30	
Nhà đầu tư nước ngoài	15	16,16	
Cá nhân, công chúng	16,3	17	18

Nguồn: Cột thứ 2,thứ 3: cơ cấu sở hữu bình quân từ mẫu so sánh từ 25 quốc gia, nguồn (Boubakri et al.). Cột thứ 4: Tỷ lệ sở hữu bình quân của 4 công ty mới cổ phần hóa theo hình thức đấu giá: Thủy Điện Vạn Sơn, Vinamilk, Postef, Điện Khánh Hoà (nguồn: Bản thông báo đấu giá, http:/www.ssv.gov.vn). Lý do chọn 4 công ty này do hạn chế về số liệu và các công ty đấu giá công khai thường có tỷ lệ cổ phần nội bộ thấp hơn so với các doanh nghiệp nhỏ khác được cổ phần hóa.

Kết quả so sánh tại bảng trên chưa thật hoàn thiện do hạn chế về số liệu từ các doanh nghiệp cổ phần hóa Việt Nam. Các công ty được chọn là các công ty khi cổ phần hóa được đấu giá công khai, thường có tỷ lệ sở hữu bên ngoài lớn hơn mức trung bình của các doanh nghiệp cổ phần hóa. Kết quả trên cũng đã phần nào phản ánh tỷ lệ sở hữu nội bộ của các doanh nghiệp cổ phần Việt Nam còn quá lớn, khoảng 82%, trong khi tỷ lệ này tại các nước đang phát triển là 40%. Vậy tại sao tỷ lệ cổ phiếu bán ra bên ngoài là quan trọng và vai trò của các cổ đông tư nhân bên ngoài có ảnh hưởng như thế nào đối với kết quả kinh doanh của công ty sau cổ phần hóa. Một nghiên cứu về cổ phần hóa tại các nước Đông Âu cũ (Frydman et al., 1999) đã cho thấy, các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu bên ngoài lớn thì kết quả kinh doanh cũng lớn hơn (thể hiện ở tăng trưởng, lãi trên vốn chủ sở hữu, năng suất lao động và tạo công ăn việc làm). Một nghiên cứu khác cũng chỉ ra vai trò của các nhà đầu tư tổ chức quan trọng trong góp phần nâng cao hiệu quả quản trị công ty và nâng cao kết quả kinh doanh (Gillan and Starks, 2003). Điều này phần nào lý giải tại sao cơ cấu sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức là 21% tại thời điểm cổ phần hóa đã tăng lên tới 30% sau 3 năm cổ phần hóa tại các nước đang phát triển.

Vậy cơ cấu sở hữu ảnh hưởng bằng cách nào tới kết quả kinh doanh. Các kết quả nghiên cứu nêu trên đều đồng nhất quan điểm rằng, chính vai trò quan trọng của sở hữu tư nhân và các nhà đầu tư tổ chức trong tạo ra động lực đổi mới hoạt động của công ty, từ đó nâng cao được kết quả kinh doanh. Cơ cấu sở hữu tư nhân tăng thì kết quả kinh doanh cũng tăng thông qua động lực của đổi mới hoạt động doanh nghiệp được khuyến khích thực hiện. Vấn đề người đại diện như đã phân tích được giải quyết và khắc phục có hiệu quả hơn.

Một vấn đề nữa trong các doanh nghiệp cổ phần hóa Việt Nam là việc bán cổ phần cho chính các công ty 100% vốn, hoặc có tỷ lệ sở hữu nhà nước khống chế khác. Như vậy, cơ cấu sở hữu bên ngoài của công ty có tăng, tuy nhiên sở hữu nhà nước vẫn rất lớn trong công ty. Ví dụ như cơ cấu sở hữu nội bộ (Nhà nước và cán bộ) của Công ty bảo hiểm Bảo Minh và Vinare hiện nay là 74,7% và 59,5%; tuy nhiên đa số các công ty đầu tư góp vốn vào Bảo Minh và Vinare đều là các công ty nhà nước hoặc công ty cổ phần nhưng Nhà nước nắm phần khống chế. Nếu tính toán theo người sở

hữu cuối cùng[1] thì sở hữu nội bộ của Bảo Minh là 90%, của Vinare là 89%. Có thể nói, nếu một trong các mục tiêu cổ phần hóa là thu hút vốn của các thành phần kinh tế, tuy nhiên sau cổ phần hóa, tỷ trọng vốn nhà nước vẫn quá lớn thì mục tiêu đó chưa đạt kết quả cao. Vấn đề quản lý phần vốn góp của các doanh nghiệp nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước khác có nhiều điểm thuận lợi, tuy nhiên cũng không phải không có bất cập khi nhìn vào kinh nghiệm quản trị công ty của Hàn Quốc và Nhật Bản và không thuộc phạm vi của bài viết này.

- Quyền lợi của cổ đông không được bảo đảm:

Bảo vệ quyền lợi cổ đông là vấn đề được quan tâm hàng đầu tại các công ty cổ phần. Đây là yếu tố được đánh giá là quyết định đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, hệ thống luật pháp cũng như thông lệ kinh doanh của các nước đang phát triển như Việt Nam còn nhiều tồn tại ảnh hưởng xấu tới quyền lợi cổ đông. Đây chính là các hình thức thể hiện vấn đề người đại diện. Một số hình thức vi phạm quyền lợi cổ đông như sau:

+ Công khai thông tin: trong nhiều doanh nghiệp cổ phần và đặc biệt là các công ty chưa niêm yết, thông tin liên quan tới quyền lợi cổ đông không được công khai hoặc thông báo kịp thời; không tổ chức họp đại hội cổ đông hoặc không thông báo họp; quyền bỏ phiếu của cổ đông không được tạo điều kiện thực hiện. Theo đánh giá của World Bank về quản trị công ty, Việt Nam là một trong những nước có chỉ số thấp nhất về mức độ công khai thông tin.

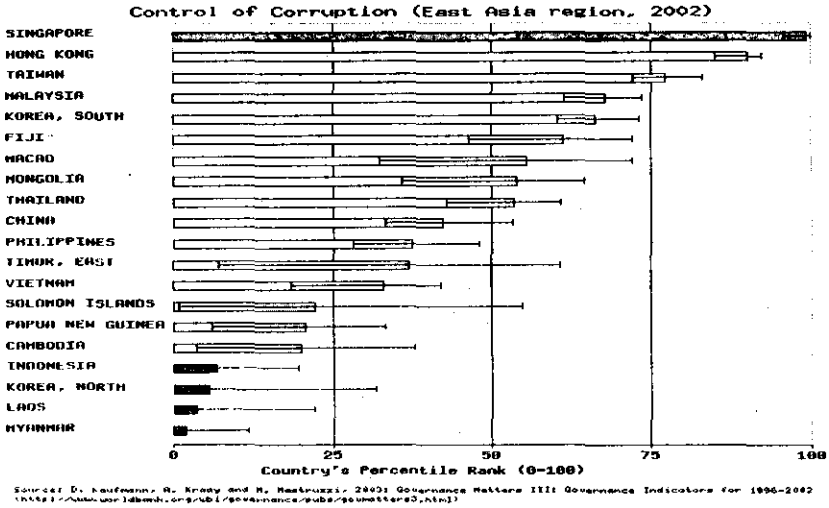
+ Qui định luật pháp chưa kiểm soát hiệu quả hành vi kinh doanh của người đại diện: ví dụ, việc bán sản phẩm, mua thiết bị, nguyên vật liệu, bán cổ phiếu của công ty không đúng giá thị trường đối với các cá nhân, công ty có quyền lợi gắn kết lãnh đạo công ty vẫn hợp pháp về pháp lý. Hệ thống kế toán lỏng lẻo tại các công ty cổ phần tạo điều kiện cho các hoạt động tham ô. Các nhà đầu tư tư nhân biến doanh nghiệp nhà nước thành con bò sữa khi cùng doanh nghiệp nhà nước thành lập các công ty cổ phần, nhưng thao túng về quản lý và hạch toán kế toán... Tất cả các hành động trên đều ảnh hưởng tới lợi nhuận công ty và ảnh hưởng trực tiếp tới quyền lợi cổ đông.

+ Giải quyết mâu thuẫn quyền lợi cổ đông và cán bộ nhân viên: cổ đông và cán bộ có một số quyền lợi mâu thuẫn nhau: mục đích của cổ đông là hoạt động kinh doanh có hiệu quả và có tỷ lệ chia cổ tức cao, trong khi mục đích của cán bộ là lương cao, không sa thải và việc làm ổn định. Một số doanh nghiệp, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất, xây dựng gặp phải mâu thuẫn trên do không đổi mới được hoạt động công ty, do không thể sa thải hoặc sắp xếp lại người lao động. Dư luận xã hội hiện quá nặng nề trong việc công ty sa thải người lao động hoặc giải thể công ty. Có đại biểu quốc hội đã chất vấn chính phủ tại sao lại để một công ty nhà nước giải thể. Điều này dẫn đến làm thị trường lao động không linh hoạt và khó khăn cho hoạt động điều hành công ty. Tuy nhiên, kinh nghiệm cổ phần hóa của các nước đều chỉ ra rằng vấn đề sa thải người lao động về góc độ vĩ mô là không nghiêm trọng, mà đa số các doanh nghiệp đều tăng trưởng và thu hút thêm lao động. Việc sa thải, sắp xếp lại lao động được thực hiện trong một số năm đầu sau cổ phần hóa, sau đó doanh nghiệp phát triển và tuyển dụng thêm lao động.

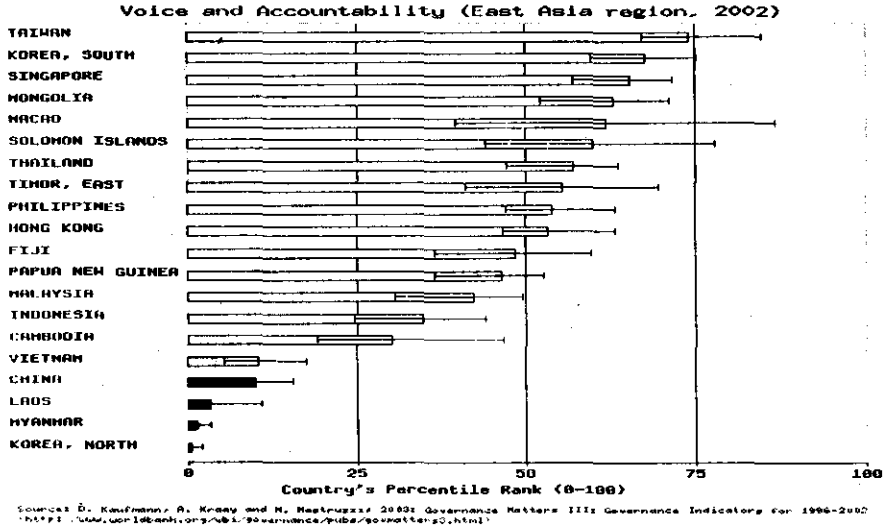
Qua so sánh năm 2002 của World Bank về các chỉ số liên quan tới quản trị doanh nghiệp tại Việt Nam với các nước trong khu vực, có thể thấy các chỉ số của Việt Nam về tham nhũng (bảng 1), về minh bạch và trách nhiệm trong kinh doanh (bảng 2), và về chất lượng của hệ thống qui định (bảng 3) đều ở hạng thấp trong khu vực. Đây là các tồn tại cần được giải quyết nhằm nâng cao hiệu quả quản trị công ty.

1. Việc xác định cơ cấu sở hữu của người sở hữu cuối cùng được tính như sau: nếu công ty A góp 20% vốn điều lệ công ty B. Tuy nhiên sở hữu nhà nước tại công ty A là 50% thì công ty A góp 10% vốn nhà nước vào công ty B. Ví dụ cụ thể là Bảo Minh góp 9% vào Vinare. Tuy nhiên sở hữu nhà nước cuối cùng tại Bảo Minh là 90% thì thực chất Bảo Minh đã góp 8,1% vốn nhà nước vào Vinare.

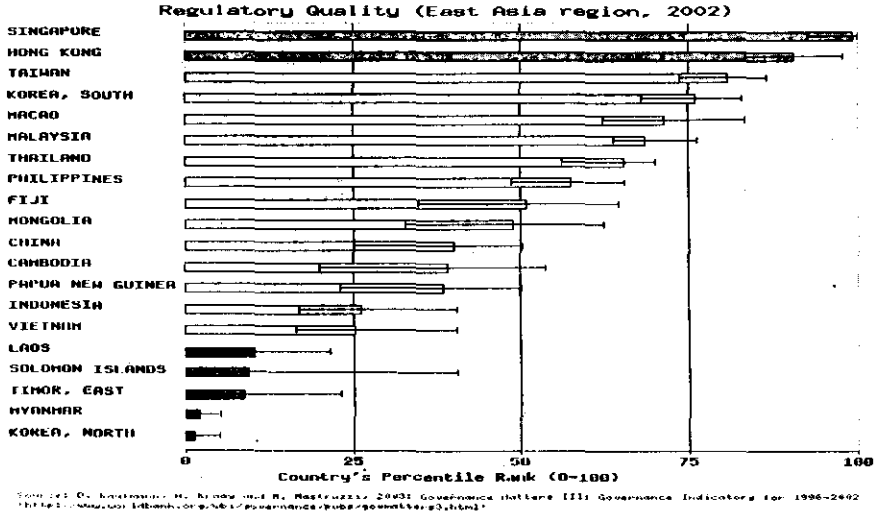
BẢNG 1: **Kiểm soát tình trạng tham nhũng (Khu vực Đông Nam Á, 2002)**



BẢNG 2: **Minh bạch và trách nhiệm trong kinh doanh (Khu vực Đông Nam Á, 2002)**



BẢNG 3: **Chất lượng của hệ thống quy định (Khu vực Đông Nam Á, 2002)**



Nguồn: Các chỉ số về quản trị doanh nghiệp năm 2002, Ngân hàng Thế giới.

- Về thực hiện chức năng của hội đồng quản trị:

Hội đồng quản trị (HĐQT) công ty là thể chế đại diện cho quyền lợi của các cổ đông. Vấn đề đặt ra là phần vốn của nhà nước tại các công ty cổ phần hóa sẽ được quản lý như thế nào. Hiện nay, trách nhiệm của người đại diện quản lý vốn nhà nước và cơ quan (công ty) nhà nước với vai trò cổ đông trong HĐQT của công ty cổ phần không rõ ràng. Điều này dẫn đến thiếu trách nhiệm trong quản lý vốn góp, hoặc tư nhân lợi dụng để định hướng hoạt động kinh doanh công ty vào các hoạt động tư lợi cá nhân. Một số trường hợp công ty thua lỗ, mất khả năng thanh toán, mất vốn gây hậu quả lớn cho Nhà nước (ví dụ trường hợp của Pacific Airline). Chủ trương thành lập Công ty kinh doanh quản lý vốn nhà nước là chủ trương được nhiều người ủng hộ (vneconomy.com.vn, 11-3-2005), tuy nhiên việc tổ chức hoạt động của loại hình công ty này không phải không có vấn đề. Trong đó có vấn đề người đại diện và mâu thuẫn với chức năng của các bộ, ngành. Vấn đề đại diện thể hiện ở chỗ: các mâu thuẫn về động lực và trách nhiệm để thực hiện chức năng quản lý; mẫu thuẫn về thực hiện mục tiêu kinh tế và mục tiêu chính trị, các cản trở vấn đề thông tin không đầy đủ dẫn tới trình trạng "thờ ơ hợp lý" do không đủ thông tin và không có động lực để tìm kiếm và xử lý thông tin từ nguồn vốn đầu tư phân tán của nhà nước trong rất nhiều doanh nghiệp.

Xét về chức năng hoạt động của HĐQT, có thể tóm tắt chức năng của HĐQT là quyết định các vấn đề chiến lược của công ty và giám sát hoạt động điều hành giám đốc. Những hạn chế trong hoạt động của HĐQT hiện nay trong công ty cổ phần hóa là: (1) Lúng túng trong thực hiện chức năng chỉ đạo chiến lược, không phân định rõ chức năng nhiệm vụ với ban giám đốc; (2) Thiếu thông tin và kỹ năng xử lý thông tin về hoạt động kinh doanh của công ty dẫn tới chỉ đạo không sát; (3) Trách nhiệm quản lý, sử dụng đối với phần vốn nhà nước không rõ ràng, trong trường hợp nguồn vốn này là chi phối sẽ dễ dẫn tới kém hiệu quả chung trong hoạt động của HĐQT.

- Các lực lượng thị trường chưa phát triển:

Lực lượng thị trường được đánh giá là có vai trò quyết định trong điều chỉnh các hoạt động của công ty, kể cả hoạt động quản trị công ty. Khi các thị trường chưa có điều kiện phát triển chín muồi thì lực lượng thị trường chưa phát huy hiệu quả trong điều chỉnh hoạt động của công ty. Các thị trường chưa phát triển gồm:

+ Thị trường chứng khoán được coi là thị trường quan trọng nhất trong điều chỉnh hoạt động quản trị công ty. Khi công ty hoạt động kém hiệu quả, công ty sẽ bị mua lại và HĐQT và ban giám đốc nhiều khả năng sẽ bị thay thế. Các cơ chế trên được thực hiện qua thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán đặt ra rất nhiều chuẩn mực cho các công ty khi niêm yết, ví dụ như: tình hình tài chính minh bạch, cơ cấu sở hữu hợp lý, bảo vệ quyền lợi cổ đông. Các qui định trên làm lành mạnh hóa và nâng cao chất lượng hoạt động quản trị công ty.

+ Thị trường lao động quản lý: hiện tại, thị trường lao động quản lý chưa phát triển tại Việt Nam. Công ty gặp phải tình trạng không tìm đâu được giám đốc để thuê hoặc tuyển mới khi cần sa thải giám đốc. Khi thị trường lao động quản lý phát triển, các giám đốc coi công việc của mình là một nghề và tìm cách nâng cao uy tín nghề nghiệp của mình, vì các hành động tư lợi có thể làm ông ta mất vĩnh viễn nghề nghiệp có thu nhập hấp dẫn và được trọng vọng.

5. Một số giải pháp nâng cao hiệu quả quản trị công ty

- Cơ cấu sở hữu và vai trò của cổ đông tư nhân:

Qua phân tích ở trên, có thể thấy cơ cấu sở hữu nhà nước trong các doanh nghiệp còn quá lớn, phần vốn nhà nước được bán chắc chắn không lớn hơn 4% trong tổng số vốn 214 nghìn tỷ đồng (do đa số các doanh nghiệp, cổ phần nhà nước là chi phối). Nhiều kinh nghiệm từ

thực tiễn cũng như lý luận đã cho thấy, việc duy trì phần vốn nhà nước quá lớn sẽ không thúc đẩy doanh nghiệp đổi mới công tác quản trị và từ đó nâng cao hiệu quả kinh doanh. Do vậy, Chính phủ nên tiếp tục quá trình bán phần vốn của Nhà nước tại các công ty kinh doanh vì mục tiêu lợi nhuận. Cơ cấu sở hữu tối ưu là công ty có các cổ đông cá nhân lớn, hoạt động vì lợi nhuận chiếm tỷ lệ khống chế (Boycko et al., 1996)

- Bảo vệ quyền lợi cổ đông và phát triển thị trường chứng khoán:

Các nước Anh, Mỹ được coi là nước có thị trường chứng khoán phát triển nhất. Trong khi nhiều nước khác như Pháp, Đức, Nhật thị trường chứng khoán không phát triển tương xứng, mặc dù các nước này có cùng trình độ phát triển kinh tế tương đương. Nguyên nhân là do Anh, Mỹ là nước có hệ thống luật pháp bảo vệ quyền lợi cổ đông chặt chẽ nhất. Do vậy, các nhà đầu tư cá nhân tin tưởng đầu tư vào thị trường chứng khoán (La Port. R. et al., 1998). Đây cũng có thể là bài học kinh nghiệm cho Việt Nam trong tập trung hoàn thiện hệ thống văn bản pháp luật nhằm bảo vệ quyền lợi cổ đông, từ đó tăng được lòng tin của nhà đầu tư và hạn chế được các vấn đề người đại diện. Theo kinh nghiệm cổ phần hóa của Trung Quốc, Chính phủ cần đẩy các doanh nghiệp đã được cổ phần hóa vào thị trường chứng khoán, nhằm tạo thêm hàng hóa cho thị trường và nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty.

- Áp dụng chuẩn mực quốc tế về quản trị công ty:

Phong trào áp dụng các chuẩn mực quốc tế trong quản trị công ty đã được nhiều nước trong khu vực triển khai như Malaixia, Inđônêxia, Xingapo, Trung Quốc. Các quốc gia ban hành và áp dụng hệ thống tiêu chuẩn quản trị công ty (corporate governance code) được OECD đề xướng và khuyến khích áp dụng[2]. Tuy nhiên ở Việt Nam hiện nay, phong trào này chưa được khởi xướng hoặc khởi xướng nhưng chưa lan rộng và đem lại hiệu quả. Chất lượng quản trị công ty về mặt vĩ mô được coi là cơ sở tạo lòng tin cho các nhà đầu tư nước ngoài, tạo năng lực cạnh tranh cho doanh nghiệp và nâng cao khả năng tăng trưởng của quốc gia.

Cổ phần hóa là một chủ trương lớn của Nhà nước hiện nay. Việc cổ phần hóa đã khó, tuy nhiên những công việc hậu cổ phần hóa còn gặp nhiều khó khăn hơn. Việc nâng cao chất lượng quản trị công ty là một vấn đề cần được tập trung giải quyết, nhằm thực sự đem lại những động lực mới: nâng cao hiệu quả kinh doanh của các công ty hậu cổ phần hóa./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Berle A. A. & Means C. G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
2. Boubakri, N., Cosset, J.-C. & Guedhami, O. 'Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection', *Journal of Financial Economics*, In Press, Corrected Proof, Retrieved 20 February, 2005, from Science Direct Database.
3. Boycko, M., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1996), 'A Theory of Privatization', *The Economic Journal*, 106, March, 309-319, Retrieved 12 February, 2005, from ScienceDirect Database.
4. Davis, J. H., Schoorman F. D. & Donaldson, L. (1997), 'Toward a Stewardship Theory of Management', *Academy of Management Review*, 22, 1, 20-47,
5. Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991), 'Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns.' *Australian Journal of Management*, 16, 1, 20-49, Retrieved December 13, 2004, from: EBSCOhost Database.
6. Frydman, R., Gray, C., Hessel, M. & Rapaczynski, A. (1999), 'When does privatization work? The Impact of Private Ownership on Corporate Ferfomance in Transition Economies', *The Quarterly Journal of Economics*, November, 1153-1191, Retrieved 12 January, 2005, from EBSCOhost Database.
7. Gillan, S. L. & Starks, L. T. (2003), 'Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investers: A Global Perspective', *Journal of Applied Finance*, Fall/Winter, 4-22, Retrieved 12 January, 2005, from EBSCOhost Database.
8. Johnson, S., Boone, P., Breach, A. & Friedman, E. (2000), 'Corporate governance in the Asian financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 58, 1-2, 141-186,
9. V.v...

2. Tham khảo thêm OECD Principles of Coporate Governance.

thực tiễn cũng như lý luận đã cho thấy, việc duy trì phần vốn nhà nước quá lớn sẽ không thúc đẩy doanh nghiệp đổi mới công tác quản trị và từ đó nâng cao hiệu quả kinh doanh. Do vậy, Chính phủ nên tiếp tục quá trình bán phần vốn của Nhà nước tại các công ty kinh doanh vì mục tiêu lợi nhuận. Cơ cấu sở hữu tối ưu là công ty có các cổ đông cá nhân lớn, hoạt động vì lợi nhuận chiếm tỷ lệ khống chế (Boycko et al., 1996)

- Bảo vệ quyền lợi cổ đông và phát triển thị trường chứng khoán:

Các nước Anh, Mỹ được coi là nước có thị trường chứng khoán phát triển nhất. Trong khi nhiều nước khác như Pháp, Đức, Nhật thị trường chứng khoán không phát triển tương xứng, mặc dù các nước này có cùng trình độ phát triển kinh tế tương đương. Nguyên nhân là do Anh, Mỹ là nước có hệ thống luật pháp bảo vệ quyền lợi cổ đông chặt chẽ nhất. Do vậy, các nhà đầu tư cá nhân tin tưởng đầu tư vào thị trường chứng khoán (La Port. R. et al., 1998). Đây cũng có thể là bài học kinh nghiệm cho Việt Nam trong tập trung hoàn thiện hệ thống văn bản pháp luật nhằm bảo vệ quyền lợi cổ đông, từ đó tăng được lòng tin của nhà đầu tư và hạn chế được các vấn đề người đại diện. Theo kinh nghiệm cổ phần hóa của Trung Quốc, Chính phủ cần đẩy các doanh nghiệp đã được cổ phần hóa vào thị trường chứng khoán, nhằm tạo thêm hàng hóa cho thị trường và nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty.

- Áp dụng chuẩn mực quốc tế về quản trị công ty:

Phong trào áp dụng các chuẩn mực quốc tế trong quản trị công ty đã được nhiều nước trong khu vực triển khai như Malaixia, Inđônêxia, Xingapo, Trung Quốc. Các quốc gia ban hành và áp dụng hệ thống tiêu chuẩn quản trị công ty (corporate governance code) được OECD đề xướng và khuyến khích áp dụng[2]. Tuy nhiên ở Việt Nam hiện nay, phong trào này chưa được khởi xướng hoặc khởi xướng nhưng chưa lan rộng và đem lại hiệu quả. Chất lượng quản trị công ty về mặt vĩ mô được coi là cơ sở tạo lòng tin cho các nhà đầu tư nước ngoài, tạo năng lực cạnh tranh cho doanh nghiệp và nâng cao khả năng tăng trưởng của quốc gia.

Cổ phần hóa là một chủ trương lớn của Nhà nước hiện nay. Việc cổ phần hóa đã khó, tuy nhiên những công việc hậu cổ phần hóa còn gặp nhiều khó khăn hơn. Việc nâng cao chất lượng quản trị công ty là một vấn đề cần được tập trung giải quyết, nhằm thực sự đem lại những động lực mới: nâng cao hiệu quả kinh doanh của các công ty hậu cổ phần hóa./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Berle A. A. & Means C. G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
2. Boubakri, N., Cosset, J.-C. & Guedhami, O. 'Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection', *Journal of Financial Economics*, In Press, Corrected Proof, Retrieved 20 February, 2005, from Science Direct Database.
3. Boycko, M., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1996), 'A Theory of Privatization', *The Economic Journal*, 106, March, 309-319, Retrieved 12 February, 2005, from ScienceDirect Database.
4. Davis, J. H., Schoorman F. D. & Donaldson, L. (1997), 'Toward a Stewardship Theory of Management', *Academy of Management Review*, 22, 1, 20-47,
5. Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991), 'Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns.' *Australian Journal of Management*, 16, 1, 20-49, Retrieved December 13, 2004, from: EBSCOhost Database.
6. Frydman, R., Gray, C., Hessel, M. & Rapaczynski, A. (1999), 'When does privatization work? The Impact of Private Ownership on Corporate Ferfomance in Transition Economies', *The Quarterly Journal of Economics*, November, 1153-1191, Retrieved 12 January, 2005, from EBSCOhost Database.
7. Gillan, S. L. & Starks, L. T. (2003), 'Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investers: A Global Perspective', *Journal of Applied Finance*, Fall/Winter, 4-22, Retrieved 12 January, 2005, from EBSCOhost Database.
8. Johnson, S., Boone, P., Breach, A. & Friedman, E. (2000), 'Corporate governance in the Asian financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 58, 1-2, 141-186,
9. V.v...

2. Tham khảo thêm OECD Principles of Coporate Governance.