

MỘT SỐ TRAO ĐỔI TỪ THƯƠNG VỤ THOÁI VỐN NHÀ NƯỚC TẠI CÔNG TY CỔ PHẦN BIA - RƯỢU - NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN

PGS.TS. Phạm Thị Thanh Hòa - Ths. Hồ Quỳnh Anh*

Trong thương vụ thoái vốn tại Công ty Cổ phần Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn, doanh nghiệp (DN) này đóng vai trò là DN bán, hiểu rõ vị thế cạnh tranh của mình trên thị trường, đã chủ động trong việc công khai minh bạch trong quá trình bán vốn cổ phần nhà nước. Bài viết nhìn lại quá trình thực hiện thương vụ bán vốn cổ phần nhà nước tại Sabeco (SAB), đồng thời đưa ra các đánh giá về tình hình tài chính của SAB sau thương vụ, tác động của thương vụ bán vốn đến lợi ích của chủ sở hữu... từ đó nêu ra một số vấn đề cần trao đổi.

• Từ khóa: Sabeco, bán vốn, thoái vốn...

In the divestment of Saigon Beer - Alcohol - Beverage Joint Stock Company, this enterprise plays the role of a selling company, understands its competitive position in the market, and has been proactive in disclosing the transparency in the process of selling state capital. This article looks at the process of implementing the sale of state equity in Sabeco (SAB), and provides an assessment of the financial situation of SAB after the deal, the impact of the capital sale on owner benefits... from which to list a number of important issues.

• Keywords: Sabeco, divestment, 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 chung về Sabeco

Là một thương hiệu bia quốc gia dẫn đầu thị trường Việt Nam, Sabeco hiện đang thống trị thị trường bia miền Nam, chiếm 46% thị phần bia Việt Nam (EBVN, 2016); đồng thời là thương hiệu được người tiêu dùng phân khúc thấp và trung cấp ưa thích. Sabeco liên tục thực hiện chiến lược đa dạng hoá sản phẩm và thị trường tiêu thụ. Sabeco đã phát triển 8 dòng sản phẩm bia; các sản phẩm nước giải khát Chương Dương và rượu Bình Tây. Trong top 10 sản phẩm bia phổ biến nhất, có 3 sản phẩm thuộc sở hữu của Sabeco là Saigon Export, 333 Export và Saigon Lager, tổng

chiếm 44,9% tổng thị phần. Sản phẩm xuất khẩu của Sabeco cũng đã có mặt tại 28 quốc gia trên thế giới, bao gồm các thị trường nổi tiếng với yêu cầu cao như Đức, Mỹ, Nhật Bản, Hà Lan,...

Sabeco thực hiện chiến lược đầu tư nâng cao năng lực sản xuất và mở rộng mạng lưới phân phối trên khắp toàn quốc. Sabeco hiện nay có một hệ thống sản xuất gồm 23 nhà máy sản xuất bia, 1 nhà máy sản xuất nước giải khát, 1 nhà máy sản xuất rượu còn, với quy trình sản xuất khép kín, đội ngũ chuyên gia sản xuất bia tay nghề cao, thiết bị hiện đại. Năng lực sản xuất của Sabeco hiện gấp đôi các công ty xếp hạng hai và ba là Heineken (0,95 tỉ lít/năm) và Habeco (0,8 tỉ lít/năm), gấp bốn lần Carlsberg (0,425 tỉ lít/năm). Hệ thống phân phối bán hàng của Sabeco bao gồm: 01 Công ty Thương mại (Công ty TNHH MTV Thương mại Bia Sài Gòn); 10 CTCP Thương mại Bia Sài Gòn khu vực, quản lý 44 chi nhánh trên toàn quốc; 08 Tổng kho phục vụ điều phối sản phẩm; 800 Nhà phân phối cấp I và trên 32.000 điểm bán trên 63/63 tỉnh thành toàn quốc; hệ thống 23 nhà máy sản xuất bia trên toàn quốc, 01 nhà máy sản xuất rượu và 01 nhà máy sản xuất nước giải khát.

2. Đánh giá tình hình tài chính của Sabeco trước khi bán cổ phần Nhà nước

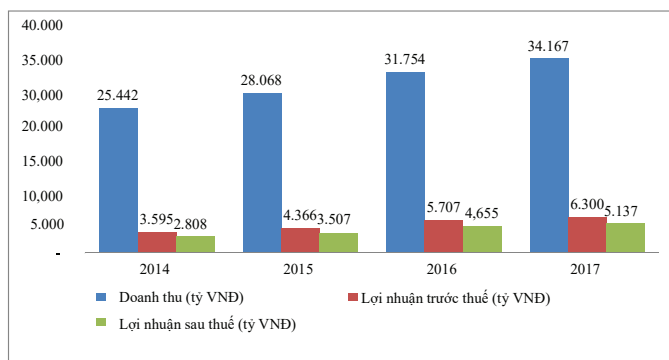
2.1. Quy mô doanh thu và lợi nhuận

Trong giai đoạn 2014-2016, doanh thu thuần từ bán hàng và cung cấp dịch vụ của Sabeco gia tăng liên tục với tốc độ tăng bình quân là 11,71%. Cùng với sự gia tăng của doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế của công ty cũng cho thấy sự

* Học viện Tài chính

cải thiện đáng kể. Tốc độ tăng bình quân hàng năm của lợi nhuận sau thuế đạt 28,75%, cao gấp đôi tốc độ tăng bình quân của doanh thu thuần. Ngoài những lý do khách quan từ sự phục hồi của kinh tế, tăng trưởng toàn thị trường bia đạt tốc độ 5,9%, Sabeco đã tích cực đẩy mạnh các hoạt động tiếp thị sản phẩm, cạnh tranh hiệu quả với các thương hiệu bia quốc tế khác ngay tại thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, việc tiết giảm chi phí, giá thành (do giá cả các loại nguyên vật liệu sản xuất chính như malt và vỏ lon nhôm giảm và quyết định thời điểm mua hàng phù hợp) đã góp phần gia tăng lợi nhuận đáng kể cho Sabeco.

Doanh thu và lợi nhuận Sabeco giai đoạn 2014-2017



Nguồn: Vietstock

Về cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Sabeco, bia và bao bì vật tư là hai nhóm đem lại doanh thu cho Sabeco, chiếm trên 98% tổng doanh thu thuần. Bia là lĩnh vực chính đem lại lợi nhuận chính cho Tổng Công ty khi chiếm khoảng 95% đến 97% lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2014-2016. Trong bốn năm gần đây, sản lượng bia tiêu thụ hàng năm của Sabeco tăng 6,8%/năm, chậm hơn mức tăng trưởng của ngành 7,8%/năm. Dù thị phần vẫn giữ ở mức cao (45,8% trong năm 2015) và vượt xa các đối thủ còn lại là Habeco (17,8%) và Heineken (17,3%), những bước đi chậm lại dường như là một chỉ báo không lạc quan đối với tình hình hoạt động của Habeco. Đối với các DN có quy mô hoạt động lớn, tăng trưởng chậm hàm ý về sự suy giảm thị phần, đặc biệt là trong ngành cạnh tranh gay gắt như ngành bia hiện nay.

2.2. Đánh giá một số chỉ tiêu tài chính chủ yếu

Về hệ số khả năng thanh toán, từ năm 2010 đến tháng 9/2017, hệ số khả năng thanh toán hiện

thời tăng từ 1,07 lên 1,80, trung bình cả giai đoạn là 1,45; hệ số khả năng thanh toán nhanh cũng cải thiện từ 0,88 lên thành 1,5, trung bình cả giai đoạn là 1,18. Qua so sánh với mức trung bình ngành¹, có thể thấy thanh khoản của Sabeco đang ở mức cao hơn trung bình ngành và có thể đảm bảo được an toàn thanh toán nợ ngắn hạn.

Về cơ cấu tài sản, từ 2010 đến T9/2017, cơ cấu tài sản của Sabeco có sự dịch chuyển từ tài sản dài hạn sang ngắn hạn. Tỷ trọng tài sản ngắn hạn tăng từ 35,35% (2010) lên thành 61,20% (9/2017). Tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm trung bình 70% trong tổng TSNH. Đây là nguồn tài chính dồi dào phục vụ cho quá trình đầu tư mở rộng của DN.

Về cơ cấu nguồn vốn, nợ phải trả chỉ chiếm trên 36% tổng tài sản. Tại ngày 30/09/2017, vay và nợ ngân hàng chỉ chiếm khoảng 17% NPT, tương đương khoảng 6,2% tổng tài sản. Đồng thời, lãi tiền gửi của công ty rất lớn, gấp 5 lần lãi vay phải trả do lượng tiền mặt lớn, trên 10 nghìn tỷ đồng.

Về tỷ suất sinh lời, nhìn chung hoạt động của Sabeco tương đối hiệu quả. Trong năm 2015, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 27,84%, tỷ suất lợi nhuận ròng là 15,23% và tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu đạt 28,53%. Tỷ suất sinh lời trên VCSH của Sabeco thường dao động ở mức 26%, chỉ thấp hơn một vài công ty trong ngành như Carlsberg (Malaysia) và Multi Bintang (Indonesia).

Về cơ cấu cổ đông của Sabeco, tính đến ngày 07/07/2017, Bộ Công Thương đang nắm giữ 574.519.134 cổ phần, tương ứng với tỷ lệ 89,59%. Số lượng cổ phần do cổ đông nước ngoài nắm giữ là 9,84% (trong đó có 80 tổ chức nước ngoài với tổng mức sở hữu là 9,79%). Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư cá nhân là 0,37%. Có thể thấy cơ cấu sở hữu của Sabeco có tính tập trung cao, mức độ sở hữu của nhà nước trong vốn điều lệ lên đến trên 75%.

3. Phân tích thương vụ bán vốn nhà nước tại Tổng công ty cổ phần Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco)

3.1. Quy trình thực hiện thương vụ bán cổ phần Sabeco

¹ Hệ số khả năng thanh toán tổng quát ngành bia 1,5; Hệ số khả năng thanh toán nhanh ngành bia 1,18 (Số liệu được cung cấp bởi BVS).

Bảng 1. Các chỉ tiêu tài chính chủ yếu 2015-2016

Chỉ tiêu	2015	2016
<i>Chỉ tiêu khả năng thanh toán</i>		
- Hệ số KNTTTQ	1,33	1,66
- Hệ số KNTT nhanh	1,12	1,33
<i>Cơ cấu nguồn vốn</i>		
- NPT/Tổng TS	0,45	0,35
- NPT/VCSH	0,82	0,54
<i>Hiệu suất sử dụng TS</i>		
- Vòng quay HTK	10,43	11,02
- Vòng quay VKD	1,24	1,48
<i>Khả năng sinh lời</i>		
- ROS	28,53%	37,96%
- ROA	16,02%	22,59%
- ROE	28,53%	37,96%
- TSLN gộp	15,95%	16,02%
- EPS	4.693	4.442

Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán năm 2016 của Sabeco

**Giai đoạn 1- Lập kế hoạch thực hiện bán vốn
+ Lộ trình bán cổ phần nhà nước tại Sabeco**

Theo kế hoạch của Chính phủ, Bộ Công Thương lập kế hoạch và thực hiện bán phần vốn nhà nước tại Sabeco. Mục đích của việc chào bán cổ phiếu của Bộ Công Thương tại Sabeco là nhằm giảm bớt tỷ lệ sở hữu nhà nước trong Vốn điều lệ của Sabeco. Việc bán vốn được chia làm hai giai đoạn, giai đoạn một bán 53,59% vốn điều lệ (tương đương 24.500 tỷ đồng) trong năm 2016. Giai đoạn hai sẽ bán tiếp 36% vốn điều lệ (tương đương 16.000 tỷ đồng) trong năm 2017.

+ Phương thức thực hiện thương vụ

SAB được Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh tổ chức thực hiện chào bán, tổng số cổ phần dự kiến thoái vốn là 343.662.587 cổ phần, là loại cổ phần phổ thông được phép tự do chuyển nhượng, mệnh giá: 10.000 đồng/cổ phần; giá khởi điểm chào bán, phương pháp tính giá: được quy định rõ tại Quy chế chào bán cạnh tranh cổ phần của Bộ Công Thương tại Sabeco. *Phương thức bán vốn:* Cổ phần được đấu giá công khai và chào bán cạnh tranh giữa các nhà đầu tư đủ điều kiện tham gia mua cổ phần theo quy định của pháp luật và Quy chế chào bán cạnh tranh cổ phần của Bộ Công Thương tại Sabeco; *phương thức thanh toán:* Tiền mặt; *thời gian thực hiện thoái vốn:* Quý IV năm 2017; *giới hạn về tỷ lệ nắm giữ đối với người nước ngoài:* Tỷ lệ nắm giữ tối đa của

nhà đầu tư nước ngoài là 49% tổng số vốn điều lệ của Sabeco theo quy định của Luật DN 2014 và các văn bản hướng dẫn. Tỷ lệ cổ phần nhà đầu tư nước ngoài được phép tham gia buổi chào bán cổ phần tối đa là 38,59% vốn điều lệ. Không có hạn chế về chuyên nhượng cổ phần.

Giai đoạn 2 - Thực hiện thương vụ

+ Ngày 29/11/2017, Bộ Công Thương công bố thông tin chào bán 343.642.587 cổ phần (tương đương 53,59% vốn điều lệ của Sabeco) với giá khởi điểm là 320.000 VND/cổ phần. Trong đó, lượng cổ phần tối thiểu các nhà đầu tư mua là 20.000 cổ phần, lượng cổ phần tối đa là toàn bộ số cổ phần được chào bán; nhà đầu tư nước ngoài chỉ được đăng ký mua tối đa là 247.470.409 cổ phần (tương ứng 38,59% vốn điều lệ của Sabeco).

+ Ngày 11/12/2017: Vietnam Beverage gửi hồ sơ công khai đăng ký mua 327.053.405 cổ phần (tương đương 51% vốn điều lệ Sabeco).

+ Ngày 17/12/2017: Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) thông báo có 02 nhà đầu tư đăng ký mua cổ phần Sabeco, cụ thể:

- Công ty TNHH Vietnam Beverage: Đăng ký mua 343.642.587 cổ phần (toàn bộ số cổ phần được chào bán).

- 01 cá nhân khác: Đăng ký mua 20.000 cổ phần.

+ Ngày 18/12/2017: Tổ chức chào bán cạnh tranh trên Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh. *Kết quả:* Vietnam Beverage mua 343.642.587 cổ phần (tương đương 53,59% vốn điều lệ của Sabeco); 01 cá nhân khác mua 20.000 cổ phần; với giá đặt mua thành công bình quân là 320.000 VND/cổ phần.

Giai đoạn 3- Kết thúc thương vụ

+ Ngày 19/12/2017: ThaiBev gửi Công ty cổ phần Giao dịch chứng khoán Singapore (SGX-ST) thông báo về việc Vietnam Beverage thành công mua lại 343.642.587 cổ phần của Sabeco.

+ Ngày 29/12/2017: ThaiBev gửi thông báo SGX-ST về việc hoàn tất việc chuyển giao cổ phần từ Sabeco sang Vietnam Beverage.

+ Kết thúc thương vụ, 53,59% cổ phần Sabeco vừa chào bán sẽ đem lại cho ngân sách 109.972.037.840.000 đồng.

+ Vietnam Beverage trở thành cổ đông lớn nắm giữ 53,59% cổ phần Sabeco, còn Bộ Công Thương sẽ vẫn chi phối 36% cổ phần Sabeco - mức vừa đủ để duy trì quyền phủ quyết tại DN.

3.2. Đánh giá tình hình tài chính của Sabeco sau khi bán cổ phần nhà nước

Về quy mô tài sản và cơ cấu tài sản

Quy mô tài sản của Sabeco năm 2017 có sự gia tăng so với năm 2016, với mức tăng là 2.815 tỷ đồng, tương ứng với tốc độ tăng 14,67%. Trong đó, bộ phận tăng nhiều hơn là TSNH với tốc độ tăng là 27,64%.

Tỷ trọng TSDH trong tổng tài sản giảm nhẹ, từ 44,1% năm 2016 xuống còn 37,9% năm 2017. Cùng với sự sụt giảm về mặt tỷ trọng là sự sụt giảm về mặt giá trị. Sabeco không thực hiện đầu tư vào TSCĐ trong năm qua, thay vào đó DN tiếp tục khai thác máy móc thiết bị đã đầu tư. Vốn đầu tư vào tài sản ngắn hạn ngày càng tăng, từ 10.722 tỷ đồng lên 13.868 tỷ đồng vào năm 2017. Với lợi thế kinh doanh của mình, Thai Beverage tiếp quản Sabeco và đã có những thay đổi về mặt đầu tư của DN.

Về quy mô và cơ cấu nguồn vốn

Quy mô nguồn vốn của Sabeco tăng tương ứng với quy mô tài sản. Điều đáng chú ý nhất là sự sụt giảm hệ số nợ của công ty trong 7 năm liên tục, từ 0,46 (năm 2010) xuống còn 0,34 (năm 2017). Năng lực tự chủ tài chính của Sabeco được cải thiện đáng kể trước và sau khi thực hiện chào bán cổ phần.

Hệ số khả năng thanh toán tổng quát và hệ số khả năng thanh toán hiện thời của công ty được cải thiện đáng kể, hệ số khả năng thanh toán nhanh được duy trì ở mức cao hơn 1 cho thấy tác động tích cực từ lợi thế của chủ sở hữu mới của Sabeco. Công ty giảm hệ số nợ đáng kể nên không chỉ có năng lực tài chính tăng mà còn làm cho khả năng thanh toán lãi vay tăng mạnh, từ 58 lần năm 2016 lên đến 70,69 lần năm 2017. Công ty cũng đảm bảo NWC >0 để đảm bảo nhu cầu tài trợ thường xuyên.

Về hiệu quả hoạt động của tài sản và khả năng sinh lời

Các chỉ tiêu phản ánh hiệu suất hoạt động của tài sản cũng như khả năng sinh lời của Sabeco, nhìn chung đều có sự gia tăng so với thời điểm trước khi chào bán phần vốn nhà nước. Năng lực khai thác tài sản được tăng cường, mức sinh lời của đồng vốn đầu tư nói chung và đồng vốn chủ nói riêng được cải thiện và đạt mức cao trên TTCK. Năm 2017, ROE của Sabeco đạt được là 37,05%, với mức EPS là 7.717, cao hơn mức 6.355 của VNM. P/E của Sabeco ở cuối năm 2017 là 31,86, một con số rất cao trên TTCK.

+ Đánh giá tình hình tài chính của Sabeco năm 2017 (Bảng 2, 3, 4, 5, 6)

Bảng 2. Tài sản và cơ cấu tài sản của Sabeco giai đoạn 2010 - 2017

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017/2016	(+/-) %
Tổng tài sản	15.850	16.571	17.725	19.102	21.746	21.982	19.184	21.999	2.815	14,67%
Tài sản dài hạn	10.247	10.377	10.048	10.620	11.175	9.784	8.462	8.313	-149	-1,76%
Tài sản ngắn hạn	5.603	6.194	7.677	8.482	10.571	12.198	10.722	13.686	2.964	27,64%
% tài sản dài hạn	64,65%	62,62%	56,69%	55,60%	51,39%	44,51%	44,11%	37,79%	0	-14,33%

Bảng 3. Nguồn vốn và cơ cấu nguồn vốn của Sabeco giai đoạn 2010 - 2017

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017/2016	(+/-) %
Tổng nguồn vốn	15.850	16.571	17.725	19.102	21.746	21.982	19.184	21.999	2.815	14,67%
Vốn CSH	7.977	9.533	10.563	10.037	12.488	12.090	12.296	14.421	2.125	17,28%
Nợ phải trả	6.921	6.146	6.367	616	9.282	9.921	6.899	7.593	694	10,06%
Hệ số nợ	0,46	0,39	0,38	0,06	0,43	0,45	0,36	0,34	0	-5,56%

Bảng 4. Khả năng thanh toán của Sabeco giai đoạn 2010 - 2017

Khả năng thanh toán	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
KNTT hiện thời		1,07	1,34	1,61	1,18	1,30	1,33	1,62	1,85
KNTT nhanh		0,90	1,08	1,36	0,95	1,07	1,12	1,30	1,58
KNTT lãi vay		38,79	13,25	17,51	25,70	34,53	58,00	70,69	145,31

Bảng 5. Hiệu suất hoạt động của Sabeco giai đoạn 2011 - 2017

DVT: Vòng

Hiệu suất hoạt động	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1. Vòng quay HTK	14,12	13,85	12,56	10,43	10,43	10,99	12,24
2. Vòng quay KPT	31,76	32,06	35,96	26,91	25,33	28,20	38,14
3. Vòng quay VLD	3,27	3,14	2,97	2,58	2,38	2,66	2,80
4. Vòng quay VCD	2,93	3,37	3,55	3,43	4,17	5,38	6,52
5. Vòng quay tổng vốn	1,19	1,27	1,29	1,20	1,24	1,48	1,66

Bảng 6. Hiệu quả hoạt động của Sabeco giai đoạn 2011 đến 2017

Hiệu quả hoạt động	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1. ROS	12,15%	12,78%	9,06%	11,41%	12,92%	14,83%	14,47%
2. BEP	19,99%	22,56%	18,37%	18,00%	20,32%	28,22%	29,72%
3. ROA	14,46%	16,25%	11,73%	13,65%	16,04%	21,95%	24,03%
4. ROE	26,77%	27,72%	21,13%	24,93%	28,53%	37,05%	37,05%
5. EPS (Đồng)	-	-	-	-	-	7.044	7.717

3.3. Đánh giá tác động của thương vụ đến lợi ích của chủ sở hữu

Bảng 7. Kết quả hồi quy TSSL của Sabeco theo Vn-Index

Chỉ tiêu	150 ngày	120 ngày	90 ngày	60 ngày	30 ngày	15 ngày
Beta	0,46246	0,49716	1,20282	0,93751	0,87966	1,82539
Alpha	0,00280	0,00330	0,00081	0,00047	0,00082	0,00314
SS chuẩn TSSL	0,02726	0,03004	0,02212	0,02059	0,02448	0,02900
R-square	1,28%	1,32%	13,59%	11,06%	11,53%	29,94%
F-test	1,899	1,578	13,843	7,216	3,651	5,556
df	148	118	88	58	28	13

Thông qua kết quả tại Bảng 7, tác giả lựa chọn khoảng thời gian 90 ngày trước khi diễn ra thương vụ bán cổ phần nhà nước tại Sabeco để đánh giá hành vi của thị trường trước khi Sabeco công bố chính thức bán cổ phần nhà nước. Tỷ suất lợi nhuận bất thường và tỷ suất lợi nhuận tích lũy cho các khoảng thời gian nghiên cứu khác nhau được thể hiện chi tiết ở Bảng 8.

Bảng 8. TSSL bất thường và TSSL tích lũy của VNM khi bán vốn lần 2

Ngày	TSSL bất thường (AR)	TSSL bất thường trung bình	Kiểm định TSSL bất thường (AR-test)
-5	-2,354%	-5,295%	-1,06395
-4	5,462%	0,167%	2,46900
-3	0,608%	0,775%	0,27481
-2	-3,163%	-2,388%	-1,42981
-1	0,075%	-2,314%	0,03375
0	-3,026%	-5,340%	-1,36781
1	-6,233%	-11,572%	-2,81723
2	-7,336%	-18,909%	-3,31611
3	-5,981%	-24,890%	-2,70340
4	-0,154%	-25,044%	-0,06955
5	4,583%	-20,461%	2,07148

TSSL bất thường tích lũy	Giá trị (%)
(-20,20)	-28,890
(-10,10)	-31,606
(-5,5)	-17,519
(-2,2)	-19,684
(-1,1)	-19,226
(-2,0)	-6,115
(-5,0)	-2,398
(-5,-1)	0,628

Bảng 8 cho thấy tỷ suất sinh lời trung bình hàng ngày của Sabeco 5 ngày trước và sau khi tuyên bố về việc bán cổ phần nhà nước. Chi tiết về tỷ suất sinh lời hàng ngày của Sabeco trong khoảng (-20, 20). Phản ứng của thị trường trước thông tin bán phần vốn nhà nước tại Sabeco không nhất quán. Tại một số thời điểm trước khi diễn ra thương vụ bán vốn cổ phần tại SAB, TSSL bất thường dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (ngày thứ 4 trước thương vụ, TSSL bất

thường đạt 5,462%). Tuy nhiên, tại ngày diễn ra thương vụ, TSSL bất thường âm, giảm từ 0,075% tại 01 ngày trước khi diễn ra thương vụ xuống còn -3,026%. Xu hướng TSSL bất thường âm tiếp tục được duy trì sau đó. Tuy nhiên, đến ngày thứ 5 sau khi thương vụ kết thúc, TSSL bất thường tăng trở lại, song mức TSSL bất thường bình quân vẫn nhỏ hơn 0. TSSL bất thường tích lũy trong các khoảng thời gian trước và sau khi bán cổ phần nhà nước đều nhỏ hơn 0 cho thấy việc tham gia và hoàn tất thương vụ bán vốn tại SAB làm giảm lợi ích của chủ sở hữu. Kiểm định thống kê cho thấy mức ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Nói cách khác, giả thuyết việc hoàn tất thương vụ bán phần vốn cổ phần tại Sabeco tạo ra giá trị cho các chủ sở hữu bị bác bỏ ở mức ý nghĩa thống kê 5%.

4. Đánh giá thương vụ thoái vốn nhà nước tại Sabeco

4.1. Đặc điểm của thương vụ

Nhà nước với tư cách là chủ sở hữu và cổ đông kiểm soát của Sabeco đã thực hiện bán bớt cổ phần sở hữu tại Sabeco. Như vậy, đây là một thương vụ bán cổ phiếu của chủ sở hữu nhà nước được thực hiện thông qua vai trò của cơ quan đại diện phần vốn nhà nước tại DN, Bộ Công Thương. Trong thương vụ này, Sabeco đóng vai trò là DN bán, hiểu rõ vị thế thị trường cũng như vị thế tài chính của mình, đã chủ động trong việc công khai minh bạch thông tin về việc bán cổ phần của chủ sở hữu nhà nước, thực hiện các buổi đối thoại với các cổ đông tiềm năng, lên phương án lựa chọn cổ đông chiến lược.

Đối với chủ sở hữu nhà nước, việc bán bớt phần vốn cổ phần tại SAB là hành vi tái cơ cấu danh mục đầu tư, điều chuyển dòng vốn đầu tư của nhà nước trong các ngành nghề, vừa đảm bảo mức sinh lời của đồng vốn nhà nước vừa đảm bảo lợi ích chung của nền kinh tế. Đối với SAB, việc chủ sở hữu nhà nước bán bớt phần vốn sẽ làm thay đổi cấu trúc sở hữu của SAB. Trong trường hợp của SAB, khác với VNM, cơ cấu sở hữu hiện tại của SAB chưa bị pha loãng, tỷ lệ sở hữu của nhà nước chiếm ưu thế nên phương án chào bán cổ phần nhà nước SAB với tỷ lệ bán lớn được thông qua. Thai Beverage đã mua lại 53,59% cổ phần của Nhà nước tại Sabeco và trở thành cổ đông lớn nhất của Sabeco. Sau thương vụ,

ThaiBev có quyền tham gia và chi phối các quyết định các vấn đề quan trọng của Sabeco; Bộ Công Thương trở thành cổ đông lớn thứ hai với 36% cổ phần và vẫn có quyền phủ quyết các quyết định của công ty.

Việc chủ sở hữu nhà nước lựa chọn Thai Beverage làm cổ đông lớn cho thấy thương vụ này là một thương vụ mua bán, sáp nhập theo chiều ngang - xảy ra giữa các DN trong cùng một ngành sản xuất kinh doanh, có cùng dòng sản phẩm (bia - rượu - nước giải khát). Có thể coi Sabeco và ThaiBev là đối thủ cạnh tranh với nhau trong thị trường bia Đông Nam Á. Vì vậy, khi trở thành cổ đông lớn nhất của Sabeco, ThaiBev đã loại bỏ được một đối thủ cạnh tranh mạnh trên thị trường chung này. Tuy nhiên, cả Sabeco và ThaiBev đều đang ở trong thời kỳ cuối của giai đoạn tăng trưởng và thời kỳ đầu của giai đoạn bão hòa, thực hiện mua bán, sáp nhập theo chiều ngang sẽ giúp hai công ty đạt hiệu quả theo quy mô, tiết kiệm chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động. Vì vậy, đây có thể xem là một thương vụ thân thiện đảm bảo lợi ích cho cả hai bên tham gia khi có thể khai thác lợi thế lẫn nhau, tăng thị phần, tận dụng quan hệ khách hàng.

4.2. Chiến lược của nhà nước khi bán vốn Sabeco

Trước khi thực hiện thoái vốn, Sabeco được cổ phần hoá, niêm yết cổ phiếu trên HOSE, sau đó tiến hành chào bán cổ phần công khai trên SGD. Năm 2008, SAB chuyển đổi hình thức thành công ty cổ phần thì đến năm 2016, sau 8 năm mới chính thức niêm yết cổ phiếu trên HOSE, chỉ trước thời điểm thoái vốn 18/12/2017 khoảng một năm. Việc thực hiện niêm yết cổ phiếu SAB trên HOSE đã tạo nhiều thuận lợi cho chủ sở hữu nhà nước khi thực hiện bán vốn tại SAB song do thời gian niêm yết quá ngắn, những thông tin về công ty cũng như lịch sử giao dịch của SAB còn khá hạn chế dẫn đến sự khó khăn khi định giá và xác định giá chào bán phù hợp theo thông lệ thị trường.

Thêm vào đó, tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu cũng như các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động khác của SAB từ 2011 đến 2016, trước thời điểm thoái vốn rất tốt. ROE của SAB luôn được duy trì ở mức trên 20% và có xu hướng gia tăng. Điều này cho thấy SAB là mặt hàng có chất lượng và giá trị cao trên thị trường mua bán, sáp nhập tại thời điểm cuối năm 2017. Tuy nhiên, trong trường hợp của SAB, nhà nước đã nói lỏng các quy định cho nhà đầu tư ngoại, nâng tỷ lệ mua tối đa lên mức

70% tổng số cổ phần bán cho một nhà đầu tư. Có thể thấy, nhà nước đã sẵn sàng nhường vị thế cổ đông kiểm soát cho nhà đầu tư có tiềm lực và vị thế tốt hơn. Điều này có thể được lý giải do mức cạnh tranh trong ngành thực phẩm đồ uống nói chung và rượu - bia - nước giải khát nói riêng ngày càng trở nên gay gắt. Sabeco đang phải cạnh tranh với những thương hiệu ngoại mạnh như Heineken (đang nắm giữ 67% thị phần tại phân khúc bia cao cấp với 2 dòng bia Tiger và Heineken, trong khi thị phần bia Saigon Special của Sabeco xếp thứ hai nhưng chỉ chiếm 28%). Đồng thời, các thương hiệu cao cấp như Heineken, Sapporo và một loạt các hãng bia lớn khác lại có xu hướng mở rộng cạnh tranh sang phân khúc bia phổ thông mà Sabeco vốn có lợi thế, qua đó có thể thay đổi tương quan cạnh tranh ngành bia. Mặt khác, trong bối cảnh kinh tế Việt Nam mở cửa hội nhập, tham gia các Hiệp định tự do thương mại, giảm thuế cho các sản phẩm nhập khẩu trong đó có bia rượu, các DN nội địa như Sabeco phải chịu áp lực cạnh tranh từ các hãng bia nhập khẩu ngày một tăng.

4.3. Lợi ích thương vụ mang lại

Đối với nền kinh tế, thương vụ ThaiBev - Sabeco là thành công khi Bộ Công Thương thoái vốn thành công 53,59% và thu được 4,8 tỷ USD phục vụ cho đầu tư phát triển xã hội và tăng tỷ lệ dự trữ ngoại hối. Đây được cho là thương vụ bán vốn Nhà nước lớn nhất tại Việt Nam cho tới nay.

Đối với DN, thực hiện thành công thương vụ giúp Sabeco cải thiện tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động. Sau mua bán, sáp nhập, Sabeco có thể tăng nguồn vốn được sử dụng và tăng khả năng tiếp cận nguồn vốn hơn. Với vị thế dẫn đầu ngành bia, mục tiêu tiếp theo của Sabeco có thể sẽ củng cố địa vị trong thị trường bia Việt và mở rộng chiến lược sang nước giải khát và rượu - lĩnh vực mà ThaiBev có vị thế và kinh nghiệm. Đồng thời, có thể nâng cao hiệu quả hoạt động nhờ cơ chế quản lý mới, sàng lọc những vị trí làm việc không hiệu quả, tinh gọn bộ máy DN từ kinh nghiệm của ThaiBev, một công ty lớn mạnh ở mảng đồ uống và có những chiến lược để nâng cao năng lực cạnh tranh cho mình.

Đối với chủ sở hữu, qua xem xét tác động của việc thực hiện thương vụ đến lợi nhuận bất thường của chủ sở hữu cho thấy việc thực hiện thương vụ bán cổ phần nhà nước tại SAB không đem lại lợi nhuận bất thường ổn định cho chủ sở hữu trong giai đoạn diễn ra thương vụ. Lý do đến từ việc cổ

phiếu SAB được giao dịch chính thức trên HOSE chỉ 1 năm trước khi bán vốn. Do vậy, việc đánh giá hành vi thị trường với cổ phiếu SAB một cách chuẩn xác là rất khó khăn vì giới hạn lịch sử giao dịch. Với chủ sở hữu nhà nước, mặc dù số tiền thu về từ việc bán cổ phần tại SAB rất lớn song TSSL thực tế thu về giảm sút rất lớn so với mức kỳ vọng của thị trường. Điều này cho thấy cổ phiếu SAB có thể được bán với mức giá cao hơn mức giá bán tại thời điểm thực hiện thương vụ.

4.4. Một số trao đổi thông qua thương vụ thoái vốn tại Sabeco

Sau khi xem xét kết quả của thương vụ bán vốn cổ phần nhà nước tại SAB, theo tác giả, cần trao đổi thêm một số vấn đề sau khi thực hiện thoái vốn tại DN có vốn nhà nước.

Một là, có nên bán cổ phần một thời gian ngắn sau khi thực hiện niêm yết trên SGD? Thành công của một thương vụ bán phần vốn do nhiều yếu tố quyết định, nhưng có ba yếu tố chính gồm: (i) có người mua phù hợp không? (ii) mức giá đạt được có phản ánh đúng giá trị mặt hàng chào bán; (iii) có bán hết được tỷ lệ cổ phần chào bán không? Toàn bộ những câu hỏi này được trả lời thông qua cơ chế của thị trường. Đồng thời ba yếu tố này cũng có tương tác qua lại lẫn nhau. Đối với trường hợp của SAB, do thời gian niêm yết trên HOSE quá ngắn, việc bán vốn sẽ gặp bất lợi do tính bất cân xứng về thông tin trên thị trường. Đối với một thị trường như Việt Nam, mức rủi ro cao, đồng thời tính hoàn hảo yếu, nhà đầu tư sẽ trở nên thận trọng hơn khi xem xét các mặt hàng dù cho đó là mặt hàng có chất lượng tốt. Do vậy, cần có lộ trình phù hợp nhằm đảm bảo dòng chảy thông tin trong thị trường trước khi thực hiện bán vốn cổ phần.

Hai là, mức giá bán cổ phần trong trường hợp bán với tỷ lệ lớn nên được thiết lập như thế nào? Thông thường, DN mua sẵn sàng trả mức giá cao cho DN mục tiêu để có quyền sở hữu một tỷ lệ cổ phần lớn. Do đó, với vị thế của một DN bán chủ động, DN bán cũng có quyền thiết lập mức giá chào bán phù hợp với tỷ lệ cổ phần chào bán. Nhưng một câu hỏi đặt ra là mức giá này bằng bao nhiêu là phù hợp? Cả DN mua và bán khi tham gia vào thương vụ trao đổi quyền kiểm soát đều mong muốn nhận được giá trị cộng hưởng. Vậy mức giá chào bán của bên bán phải đảm bảo được giá trị cộng hưởng song không cao hơn mức DN mua sẵn lòng trả để không làm mất đi người mua tiềm năng. Quá trình này cần được diễn ra trên cơ sở thương

lượng thận trọng. Với trường hợp của SAB, nhà nước bán phần vốn vào thời điểm thị trường chứng khoán đang bùng nổ, nền kinh tế triển vọng, bán với tỷ lệ sở hữu lớn song mức giá thu về chưa thực sự tương xứng với chất lượng mặt hàng chào bán.

Ba là, vấn đề gìn giữ thương hiệu, giải quyết xung đột văn hoá và thay thế đội ngũ quản trị sau khi chuyển quyền kiểm soát DN. Đây là vấn đề mà bất kỳ một thương vụ mua bán, sáp nhập DN nào cũng phải giải quyết, đặc biệt là trong các thương vụ có sự tham gia của DN nước ngoài. Với đặc thù của sở hữu nhà nước, việc bán phần vốn cổ phần không chỉ để thu hồi vốn, tái cơ cấu danh mục đầu tư vốn nhà nước mà còn xét đến lợi ích dài hạn sau bán. Đối với trường hợp của SAB, sau khi Bộ Công Thương trở thành cổ đông lớn thứ hai và Thai Beverage giành quyền kiểm soát SAB, một câu hỏi đặt ra rằng liệu thương hiệu SAB có bị biến mất hoặc bị đồng hoá thành thương hiệu bia của ThaiBev không? Đây là vấn đề chiến lược trong dài hạn và cần được kiểm chứng sau 3 đến 5 năm sau khi thực hiện bán cổ phần bởi thay đổi thương hiệu, thay mới đội ngũ nhân sự, thay đổi cơ cấu quản trị là vấn đề có tính chất chiến lược, đòi hỏi quá trình thương lượng và giải quyết xung đột lợi ích dài hạn, giữa cổ đông lớn và cổ đông nhỏ, bộ máy quản trị mới và bộ máy quản trị cũ, văn hoá quản trị của Thái và Việt Nam. Không thể kết luận đây là thương vụ thâm tóm hay thôn tính bởi nhà nước với vai trò chủ sở hữu lớn tại SAB đã chủ động chào bán cổ phần, việc bán cổ phần được thực hiện theo nguyên tắc thị trường công khai và minh bạch nên tính chất thù địch của thương vụ là không có. Mặt khác, cần xét đến giá trị cộng hưởng thực mà ThaiBeverage có thể mang lại cho SAB bởi SAB không thể chỉ tranh giành mãi miếng bánh thị trường nội địa mà cần có chiến lược vươn tầm ra khu vực và thế giới khi Việt Nam hội nhập ngày càng sâu rộng vào nền kinh tế thế giới.

Tài liệu tham khảo:

Công ty cổ phần Sabeco, Thaibev, Báo cáo tài chính các năm 2010 đến 2017.
Phương pháp GT (ground theory), khởi xướng bởi Glasser & Strauss (1967).
Bruner (2004) tóm tắt bốn cách để ước lượng khả năng sinh lời của M&A gồm nghiên cứu sự kiện (event study), nghiên cứu số liệu kế toán (accounting study), điều tra giám đốc điều hành, nghiên cứu phòng khám (clinical studies).

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 Hương*

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.

THOÁI VỐN NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2016 - 2019: THỰC TRẠNG VÀ GIẢI PHÁP

TS. Bùi Thị Hà Linh - TS. Đặng Phương Mai*

Thoái vốn Nhà nước là chủ trương kinh tế quan trọng trong Nghị quyết đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XII và Nghị quyết số 12-NQ/TW ngày 03/6/2017 của Hội nghị Ban Chấp hành Trung ương Đảng lần thứ 5 khóa XII về tiếp tục cơ cấu lại, đổi mới và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Chủ trương này được triển khai trên thực tế trong suốt thời gian qua đã mang lại những kết quả tích cực; tuy nhiên, bên cạnh đó vẫn còn có nhiều vướng mắc, khiến việc thực hiện còn chưa đạt được như kế hoạch đề ra. Bài viết này xin chỉ ra nguyên nhân của những hạn chế, đồng thời đề xuất một số giải pháp để thúc đẩy tiến trình này cả về lượng và chất.

• Từ khóa: thoái vốn nhà nước, DN nhà nước, cổ phần hóa.

State divestment is an important economic policy in the Resolution of the 12th National Party Congress and Resolution No. 12-NQ/TW dated June 3, 2017 of the Central Party Executive Committee Meeting 5th course XII continued to restructure, innovate and improve the efficiency of state-owned enterprises (SOEs). This policy has been implemented in practice for the past time, bringing positive results, but besides there are still many obstacles that still exist, making the implementation still not achieved as planned. This article would like to point out the causes of the above limitations and propose some solutions to accelerate this process in both quantity and quality.

• Keywords: state divestment, state-owned enterprises, equitization.

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. Chủ trương thoái vốn ở Việt Nam giai đoạn 2016 - 2019

Triển khai kế hoạch đề ra, từ năm 2016 đến nay, Chính phủ đã chỉ đạo các Bộ, ngành nghiên cứu, xây dựng đề ban hành hoặc trình cấp có thẩm quyền ban hành đầy đủ, đồng bộ hệ thống cơ chế chính sách, pháp luật về cổ phần hóa, thoái vốn, cơ cấu lại DNNN kịp thời theo đúng quy định của Luật DN, Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh, Luật Chứng khoán, Luật Thực hành tiết kiệm chống lãng phí, Luật Đất đai...

* Học viện Tài chính

Việc thoái vốn nhà nước tại các DN có vốn nhà nước giai đoạn 2017-2020 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Quyết định số 1232/QĐ-TTg ngày 17/8/2017 nhằm đẩy nhanh tiến độ bán vốn nhà nước tại các DN mà Nhà nước không cần nắm giữ gắn với việc đảm bảo nguồn thu cho phù hợp với Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2016 - 2020; thúc đẩy quá trình tái cơ cấu DN nhà nước để tập trung vào những khâu, công đoạn then chốt của nền kinh tế.

Công tác thoái vốn Nhà nước cũng gặp nhiều khó khăn do nhiều quy định mới ban hành chặt chẽ hơn, đảm bảo tối đa lợi ích của Nhà nước như Nghị định số 126/2017/NĐ-CP ngày 16/11/2017; Nghị định số 32/2018/NĐ-CP ngày 08/3/2018; Thông tư số 59/2018/TT-BTC ngày 16/7/2018.

2. Thực trạng thoái vốn Nhà nước giai đoạn 2016 - 2019

Từ năm 2016 đến nay, cả nước đã cổ phần hóa 162 DN với tổng quy mô vốn nhà nước được xác định lại đạt 205.433,2 tỷ đồng, bằng 108% tổng giá trị phần vốn nhà nước tại các DN cổ phần hóa cả giai đoạn 2011-2015; số tiền thu được từ chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng (IPO) các DN nhà nước đạt 24.812,7 tỷ đồng. Tổng số thu từ cổ phần hóa, thoái vốn đạt 218.255,7 tỷ đồng, gấp 2,8 lần tổng thu từ cổ phần hóa, thoái vốn của cả giai đoạn 2011-2015.

Tuy nhiên, năm 2018-2019 tốc độ thoái vốn Nhà nước diễn ra chậm hơn. Từ năm 2016 đến tháng 11/2018 đã có 147 DN Nhà nước được cổ phần hóa, trong đó có nhiều DN quy mô vốn lớn. Tuy vậy, với kế hoạch thoái vốn hàng trăm DN mỗi năm, con số này dường như vẫn còn khiêm tốn. Đến tháng

6/2019, theo rà soát của Bộ Tài chính, vẫn còn 796 DN chưa thực hiện đăng ký giao dịch, niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Trong danh sách bán vốn những năm qua, có nhiều DN chuyển tiếp từ kế hoạch của năm liền trước. Năm 2018, có 74/121 DN trong danh sách bán vốn được chuyển tiếp từ kế hoạch của năm 2017, nhiều DN trong đó lại tiếp tục được chuyển tiếp sang 2019 và gần như chắc chắn sẽ tiếp tục chuyển tiếp sang 2020.

Như vậy, tiến độ cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước tại DN chậm (mới cổ phần 35/127 DN, thoái vốn 88/403 DN của giai đoạn 2017 - 2020).

3. Nguyên nhân chậm thoái vốn

Bên cạnh nguyên nhân khách quan như diễn biến phức tạp về kinh tế, chính trị, thương mại của khu vực thì các nguyên nhân chủ quan vẫn là chính:

- Một số Bộ, ngành, địa phương, tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước còn chưa thực sự nghiêm túc triển khai kế hoạch cổ phần hóa, thoái vốn, cơ cấu lại DNNN theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ và chấp hành chế độ báo cáo. Vai trò, nhận thức, trách nhiệm của người đứng đầu DN, đơn vị còn chưa cao, chưa quyết liệt trong việc đổi mới hoạt động của DN, công khai minh bạch, đúng quy định pháp luật, đảm bảo nguyên tắc thị trường, chống lợi ích nhóm trong cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước.

- Nhiều DN cổ phần hóa, thoái vốn trong giai đoạn này là DN có quy mô lớn, phức tạp về tài chính, đất đai nhiều, phạm vi hoạt động rộng nên việc xử lý tài chính, phê duyệt phương án sử dụng đất, xác định giá trị DN, bán cổ phần lần đầu gặp nhiều khó khăn, thời gian kéo dài.

- 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. Cần đảm bảo quy trình bán vốn Nhà nước gần hơn với thông lệ thị trường.

- Đối với việc giới hạn “room” dành cho nhà đầu tư nước ngoài chưa có sự bình đẳng khi SCIC công

bố thông tin bán cổ phần, điều này làm hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài, là 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.

- Khả năng hấp thụ của thị trường chưa lớn. Tuy nhiên, vấn đề quan trọng hơn được khẳng định là từ chính các lãnh đạo DN. Theo đó quy mô DN càng lớn thì khi bóc tách ra sẽ càng đung tối trách nhiệm của lãnh đạo các thời kỳ và của chính lãnh đạo hiện tại. Điều này khiến người đứng đầu các DN có tư tưởng sợ, né trách nhiệm.

- Tỷ lệ vốn nhà nước trong phương án cổ phần hóa DNNN còn cao dẫn đến giảm sức hút đối với các nhà đầu tư mua cổ phần, ảnh hưởng đến thành công của việc cổ phần hóa.

4. Giải pháp trong thời gian tới

Các DNNN thuộc diện cổ phần hóa cần khẩn trương rà soát toàn bộ quỹ đất đang quản lý, sử dụng để lập phương án sử dụng đất đai theo quy định của pháp luật đất đai.

Cơ quan đại diện chủ sở hữu chỉ đạo người đại diện phân vốn nhà nước đôn đốc các DN đã cổ phần hóa thực hiện nghiêm việc đăng ký giao dịch, niêm yết trên thị trường chứng khoán theo quy định của pháp luật.

Các vấn đề được tập trung là nâng cao chất lượng quản trị DN có vốn Nhà nước và minh bạch thông tin, làm rõ DN kinh doanh dựa trên khả năng hay nguồn lực đất đai.

Tăng cường kiểm tra, thanh tra, giám sát, kiểm toán, không để xảy ra thất thoát vốn, tài sản nhà nước trong quá trình sắp xếp, cổ phần hóa, thoái vốn và quản lý, sử dụng vốn nhà nước.

Định kỳ công khai thông tin tiến độ và kết quả thực hiện về cổ phần hóa DNNN, thoái vốn nhà nước tại DN (trong đó nêu rõ tên đơn vị hoàn thành, tên đơn vị còn chậm tiến độ) làm cơ sở để đánh giá tiến độ cổ phần hóa, thoái vốn, kịp thời tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong quá trình thực hiện.

Số lượng DN trong danh sách kế hoạch bán vốn nhà nước 2016-2019

Năm	Số lượng doanh nghiệp trong danh sách kế hoạch bán vốn Nhà nước
2016	120
2017	100*
	96**
2018	121
2019	108

(*) Theo Quyết định số 89/QĐ-ĐTKDV ngày 31/03/2017 và (**) theo Quyết định số 324/QĐ-ĐTKDV ngày 25/08/2017 của SCIC.

Tài liệu tham khảo:

Báo cáo Hội nghị Đổi mới, nâng cao hiệu quả hoạt động của DN nhà nước, trọng tâm là các tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước ngày 21/11/2018.

Nghị định số 126/2017/NĐ-CP ngày 16/11/2017.

Nghị định số 32/2018/NĐ-CP ngày 08/3/2018.

Nghị quyết đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XII.

Nghị quyết số 12-NQ/TW.

Quyết định số 1232/QĐ-TTg ngày 17/8/2017.

Thông tư số 59/2018/TT-BTC ngày 16/7/2018.

MỘT SỐ TRAO ĐỔI VỀ THOÁI VỐN NHÀ NƯỚC ĐẦU TƯ VÀO DOANH NGHIỆP

TS. Phạm Thị Quyên*

Thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp (DN) là một chủ trương đúng đắn nhằm giảm bớt gánh nặng cho ngân sách nhà nước, hạn chế nợ công, đảm bảo cho các DN cạnh tranh bình đẳng trong nền kinh tế thị trường và bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế. Khi đó, nhà nước chỉ tập trung vào ngành, lĩnh vực then chốt, cung cấp sản phẩm, dịch vụ công ích thiết yếu cho xã hội; quốc phòng, an ninh; lĩnh vực độc quyền tự nhiên; ứng dụng công nghệ cao, đầu tư lớn, tạo động lực phát triển kinh tế - xã hội mà DN thuộc các thành phần kinh tế khác không đầu tư.

• Từ khóa: vốn nhà nước, vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp, thoái vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp.

Government disinvestment in enterprises is a sound strategy to decrease the burden on state budget, limit public debt, and ensure fair competition among enterprises within the market economy during the period of economic globalization. In doing so, the government only focuses on key areas that enterprises of other economic categories do not invest in, provides public goods and services that are essential to the society, invests in national defence and security, natural monopoly areas, or high-tech applications, and makes major investments, thus encouraging socioeconomic developments.

• Keywords: state budget, state budget investments in enterprises, government disinvestment in enterprises.

Ngày nhận bài: 4/10/2019

Ngày chuyển phản biện: 6/10/2019

Ngày nhận phản biện: 19/10/2019

Ngày chấp nhận đăng: 23/10/2019

1. Thoái vốn nhà nước đầu tư vào DN

* *Vốn Nhà nước*

Theo quy định tại Khoản 44, Điều 4 Luật Đấu thầu 43/2013/QH13: “Vốn Nhà nước bao gồm vốn ngân sách Nhà nước; công trái quốc gia, trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương; vốn hỗ trợ phát triển chính thức, vốn vay ưu đãi của các nhà tài trợ; vốn từ quỹ phát triển hoạt động sự nghiệp; vốn tín dụng đầu tư phát triển của Nhà nước; vốn tín dụng

do Chính phủ bảo lãnh; vốn vay được bảo đảm bằng tài sản của Nhà nước; vốn đầu tư phát triển của DN Nhà nước; giá trị quyền sử dụng đất”.

Theo quy định trên, vốn nhà nước được hình thành từ ngân sách nhà nước, từ phát hành công trái quốc gia, từ phát hành trái phiếu chính phủ và trái phiếu chính quyền địa phương; vốn hỗ trợ phát triển chính thức của các tổ chức quốc tế, vốn vay ưu đãi từ các nhà tài trợ; vốn từ quỹ phát triển hoạt động sự nghiệp; vốn tín dụng đầu tư phát triển của Nhà nước; vốn tín dụng do Chính phủ bảo lãnh; vốn vay được bảo đảm bằng tài sản của Nhà nước; vốn đầu tư phát triển của DN Nhà nước; giá trị quyền sử dụng đất. Vốn nhà nước được hình thành từ đóng góp của các tổ chức, cá nhân và huy động từ bên ngoài. Việc huy động, phân phối, sử dụng có hiệu quả vốn nhà nước là vấn đề hết sức quan trọng quyết định sự phát triển kinh tế - xã hội của quốc gia.

Vốn nhà nước được phân phối, đầu tư vào các lĩnh vực mà Nhà nước đảm nhận nhằm thực hiện nhiệm vụ phát triển kinh tế - xã hội trong mỗi giai đoạn. Trong những năm trước thời kỳ đổi mới, nền kinh tế vận hành theo cơ chế kế hoạch hóa tập trung, Nhà nước thực hiện chế độ bao cấp vốn nhà nước cho hầu hết các hoạt động kinh tế - xã hội.

Chuyển sang nền kinh tế thị trường, Nhà nước giảm dần sự can thiệp trực tiếp vào các

* *Học viện Tài chính*

hoạt động kinh tế - xã hội để tập trung thực hiện chức năng quản lý và điều hành vĩ mô nền kinh tế, việc bao cấp vốn nhà nước cho các hoạt động kinh tế - xã hội cũng giảm dần. Vốn nhà nước được phân bổ có sự lựa chọn, cân nhắc, tính toán hơn, có trọng tâm, trọng điểm hơn. Vốn nhà nước tập trung đầu tư vào các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế. Vốn nhà nước đầu tư vào lĩnh vực công và các DN hoạt động trong các lĩnh vực then chốt.

* *Vốn nhà nước đầu tư vào DN*

Theo quy định tại Khoản 3, Điều 3 Luật số 69/2014/QH13 ngày 26/11/2014 của Quốc hội về quản lý, sử dụng vốn Nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại DN: “Đầu tư vốn Nhà nước vào DN là việc Nhà nước sử dụng vốn từ ngân sách Nhà nước hoặc vốn từ các quỹ do Nhà nước quản lý để đầu tư vào DN”.

Vốn nhà nước đầu tư vào DN là nhà nước sử dụng nguồn lực của nhà nước để đầu tư vào các DN nhằm để thực hiện các mục tiêu về phát triển kinh tế - xã hội.

* *Thoái vốn nhà nước đầu tư vào DN*

Thoái vốn là một khái niệm rất phổ biến trong kinh doanh và đầu tư, khi mà nhà đầu tư cá nhân hay tổ chức muốn rút vốn đầu tư của mình. Thoái vốn ngược lại đầu tư vốn. Một cá nhân hay DN kinh doanh có thể thoái vốn ở một số tài sản đã đầu tư, một số mảng hoạt động kém hiệu quả để tập trung đầu tư vốn vào những tài sản, những hoạt động có hiệu quả phù hợp với mục tiêu, tương ứng với khả năng rủi ro có thể gặp phải.

Vốn nhà nước gắn với chủ thể là nhà nước. Thoái vốn nhà nước đầu tư vào DN là hình thức nhà nước rút vốn đầu tư từ các DN. Cách thức thoái vốn nhà nước được quy định cụ thể đối với từng loại hình DN: (1) Đối với DN cổ phần, việc thoái vốn nhà nước được thực hiện bằng cách: (a) Chuyển nhượng vốn tại công ty cổ phần đã niêm yết hoặc đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán theo các phương thức giao dịch

cổ phiếu trên hệ thống giao dịch của thị trường chứng khoán do Sở giao dịch chứng khoán tổ chức, phải đảm bảo giá giao dịch không thấp hơn giá khởi điểm; (b) Chuyển nhượng vốn tại công ty cổ phần đã niêm yết hoặc đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán nhưng không thực hiện trên sàn giao dịch chứng khoán thì thực hiện theo thứ tự phương thức đấu giá công khai, chào bán cạnh tranh, thỏa thuận (thực hiện giao dịch ngoài sàn). (2) Đối với công ty TNHH từ hai thành viên trở lên, thực hiện thoái vốn bằng cách chuyển nhượng vốn cho các thành viên khác trong công ty hoặc chuyển nhượng vốn cho tổ chức, cá nhân không phải thành viên công ty (theo quy định tại Nghị định 32/2018/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 91/2015/NĐ-CP, trong đó bổ sung quy định phương thức thực hiện chuyển nhượng vốn nhà nước tại công ty cổ phần và công ty trách nhiệm hữu hạn hai thành viên trở lên).

2. **Tính cấp thiết phải thoái vốn nhà nước đầu tư vào DN**

Nghị quyết Trung ương 3 khóa IX đã nêu rõ quan điểm chỉ đạo: “Kiên quyết điều chỉnh cơ cấu để DN nhà nước có cơ cấu hợp lý, tập trung vào những ngành, lĩnh vực then chốt và địa bàn quan trọng, chiếm thị phần đủ lớn đối với các sản phẩm và dịch vụ chủ yếu; không nhất thiết phải giữ tỷ trọng lớn trong tất cả các ngành, lĩnh vực, sản phẩm của nền kinh tế. Đại bộ phận DN nhà nước phải có quy mô vừa và lớn, công nghệ tiên tiến; một bộ phận cần thiết có quy mô nhỏ để kinh doanh những sản phẩm, dịch vụ thiết yếu, nhất là ở vùng nông thôn, miền núi, vùng sâu, vùng xa. Chuyển DN nhà nước sang hoạt động theo chế độ công ty; đẩy mạnh cổ phần hóa những DN nhà nước mà Nhà nước không cần giữ 100% vốn, xem đó là khâu quan trọng để tạo chuyển biến cơ bản trong việc nâng cao hiệu quả DN nhà nước”. Đây là quan điểm chỉ đạo đúng đắn của Đảng nhằm tập trung nguồn lực cho các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế.

Cho đến nay, nhà nước chỉ tập trung nguồn lực để đầu tư vào ngành, lĩnh vực then chốt; cung cấp sản phẩm, dịch vụ công ích thiết yếu cho xã hội; quốc phòng, an ninh; lĩnh vực độc quyền tự nhiên; ứng dụng công nghệ cao, đầu tư lớn, tạo động lực phát triển kinh tế - xã hội mà DN thuộc các thành phần kinh tế khác không đầu tư. Cụ thể, phạm vi đầu tư vốn nhà nước để thành lập DNNN theo quy định tại Khoản 2, Nghị định 32/2018/NĐ-CP (sửa Điều 5, Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13/10/2015 của Chính phủ về Đầu tư vốn vào DN và quản lý, sử dụng tài sản, vốn tại DN) gồm:

(1) DN nhà nước cung ứng sản phẩm, dịch vụ công ích thiết yếu, bảo đảm an sinh xã hội, bao gồm: a) Dịch vụ bưu chính công ích; b) Xuất bản (không bao gồm lĩnh vực in và phát hành xuất bản phẩm); c) Hoạt động trong lĩnh vực nông, lâm nghiệp theo quy định của Chính phủ; d) Quản lý, khai thác hệ thống công trình thủy lợi, thủy nông liên tỉnh, liên huyện, kè đá lấn biển theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ; đ) Quản lý, khai thác, điều hành hệ thống kết cấu hạ tầng đường sắt quốc gia, đường sắt đô thị; điều hành giao thông vận tải đường sắt quốc gia, đường sắt đô thị; e) Dịch vụ không lưu, dịch vụ thông báo tin tức hàng không, dịch vụ tìm kiếm, cứu nạn; g) Bảo đảm an toàn hàng hải (không bao gồm nạo vét, duy tu luồng hàng hải công cộng); h) Trường hợp khác theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ.

(2) DN nhà nước hoạt động trong lĩnh vực trực tiếp phục vụ quốc phòng, an ninh theo quy định của Chính phủ.

(3) DN nhà nước hoạt động trong lĩnh vực độc quyền tự nhiên, bao gồm: a) Truyền tải, điều độ hệ thống điện quốc gia và quản lý lưới điện phân phối; thủy điện đa mục tiêu; điện hạt nhân có ý nghĩa đặc biệt quan trọng về kinh tế - xã hội gắn với quốc phòng, an ninh; b) Sản xuất, kinh doanh vật liệu nổ công nghiệp; c) In, đúc tiền và sản xuất vàng miếng và các vật phẩm lưu niệm bằng vàng; d) Kinh doanh xổ số; đ) DN

nhà nước có chức năng đầu tư kinh doanh vốn nhà nước, mua bán và xử lý nợ phục vụ tái cơ cấu và hỗ trợ điều tiết, ổn định kinh tế vĩ mô; e) Trường hợp khác theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ.

(4) DN nhà nước ứng dụng công nghệ cao, đầu tư lớn, tạo động lực phát triển nhanh cho các ngành, lĩnh vực khác và nền kinh tế”.

Để thực hiện quan điểm chỉ đạo của Đảng và Nhà nước trong bối cảnh ngân sách nhà nước luôn thâm hụt và gánh nặng nợ công vẫn theo chiều hướng gia tăng về quy mô đặt ra yêu cầu cấp thiết phải có các giải pháp để tăng nguồn thu, phân bổ nguồn lực có trọng tâm, trọng điểm, thể hiện rõ trọng trách, vai trò chủ đạo của nhà nước ở những lĩnh vực thiết yếu mà DN thuộc các thành phần kinh tế khác không đầu tư. Trong đó, thoái vốn nhà nước đầu tư vào DN là chủ trương đúng đắn nhằm tăng thu, giảm chi, từ đó hạn chế nợ công.

Mặt khác, việc thoái vốn nhà nước đầu tư vào DN cũng hạn chế sự can thiệp trực tiếp của nhà nước đối với hoạt động kinh doanh của các DN ở những lĩnh vực thu hút các nhà đầu tư tư nhân và đầu tư nước ngoài đảm bảo cho các DN hoạt động trong cùng ngành nghề cạnh tranh bình đẳng.

Tài liệu tham khảo:

Ban chấp hành Trung ương, Nghị quyết Hội nghị lần thứ ba Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa IX về tiếp tục sắp xếp, đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả DN nhà nước

Bộ Tài chính, Quyết toán ngân sách các năm (www.mof.gov.vn).

Bộ Tài chính, Bản tin nợ công tháng 11/2018 (www.mof.gov.vn).

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

Quốc hội, Luật số 69/2014/QH13 ngày 26/11/2014 của Quốc hội về quản lý, sử dụng vốn Nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại DN.

Một số bài viết trên các trang website.

GIẢI PHÁP THỨC ĐẨY THOÁI VỐN TẠI CÁC DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

PGS. TS. Đoàn Hương Quỳnh - TS. Đặng Phương Mai*

Doanh nghiệp nhà nước (DNNN) giữ vai trò quan trọng và là nền tảng cho sự phát triển kinh tế - xã hội của đất nước. Trong công cuộc đổi mới, Đảng và Nhà nước ta đã ban hành nhiều nghị quyết, cơ chế nhằm tạo cơ sở pháp lý cho việc đẩy mạnh quá trình sắp xếp, đổi mới, nâng cao hiệu quả hoạt động của DNNN, bảo đảm vai trò chủ đạo của kinh tế nhà nước. Bài viết phân tích thực trạng công tác thoái vốn tại DNNN, trên cơ sở đó đề xuất một số giải pháp đẩy mạnh thoái vốn nhằm tiếp tục tái cấu trúc, nâng cao hiệu quả hoạt động của DNNN.

• Từ khóa: DN nhà nước, thoái vốn tại DNNN, tái cấu trúc DN.

State-owned enterprises (SOEs) have been playing an important role and being a core force for the socio-economic development of Vietnam. In the renovation stage, The Party and State have issued many resolutions and mechanisms to create a legal basis for enhancing the process of restructuring, renovating and improving the efficiency of SOEs, for ensuring the leading role of SOEs. This paper assesses the status of capital divestment from SOEs and proposes some solutions to accelerate divestment in order to further restructuring and raising the efficiency of state enterprises.

• Keywords: state-owned enterprises (SOEs), capital divestment from SOEs, corporate restructuring.

Ngày nhận bài: 4/10/2019

Ngày chuyển phân biên: 6/10/2019

Ngày nhận phản biện: 19/10/2019

Ngày chấp nhận đăng: 23/10/2019

1. Giới thiệu

Trong những năm qua, các DNNN đã giữ vai trò quan trọng để Nhà nước định hướng và điều tiết nền kinh tế, tạo môi trường và điều kiện thúc đẩy các thành phần kinh tế cùng phát triển. Tuy nhiên bên cạnh những thành công còn tồn tại nhiều hạn chế, thiếu sót. Đặc biệt là những tiêu cực gần đây xảy ra tại nhiều tập đoàn, tổng công ty lớn của nhà nước đã làm thất thoát nghiêm trọng vốn và tài sản của Nhà nước. Do đó, Đảng và Nhà nước đã thực hiện nhiều chủ trương, chính sách nhằm tái cấu trúc

lại doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Nội dung tái cấu trúc DNNN bao gồm ba trụ cột then chốt đó là: (i) Thứ nhất, thoái vốn, thu hẹp khu vực DNNN; (ii) Thứ hai, thực hiện thống nhất các quyền sở hữu vốn của Nhà nước tại DN; (iii) Thứ ba, từng bước áp dụng quản trị công ty hiện đại theo nguyên tắc và thông lệ quốc tế. Trong đó, nhiệm vụ thoái vốn và thu hẹp khu vực DNNN là nhiệm vụ quan trọng nhất trong chính sách tái cấu trúc nền kinh tế.

2. Tổng quan các chủ trương, chính sách về thoái vốn tại các doanh nghiệp nhà nước

Chủ trương về đổi mới và nâng cao hiệu quả hoạt động của các DNNN, nhất là các tập đoàn, các TCT nhà nước đã được đề cập trong Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 2011-2020 tại Đại hội Đảng lần thứ 11 năm 2011 theo định hướng: “*Tiếp tục đổi mới mạnh mẽ và nâng cao hiệu quả hoạt động của DN nhà nước, nhất là các tập đoàn kinh tế và các TCT. Sớm hoàn thiện thể chế quản lý hoạt động của các tập đoàn, các TCT nhà nước. Đẩy mạnh cổ phần hoá DN nhà nước; xây dựng một số tập đoàn kinh tế mạnh, đa sở hữu, trong đó sở hữu nhà nước giữ vai trò chi phối*”. Tuy nhiên, định hướng về tái cấu trúc các tập đoàn và DNNN được cụ thể hoá một cách rõ nét hơn trong Kết luận số 50-KL/TW, ngày 29/10/2012, Hội nghị lần thứ 6 BCH Trung ương Đảng khóa XI về Đề án “*Tiếp tục sắp xếp, đổi mới và nâng cao hiệu quả DN nhà nước*”. Kết luận 50/KL-TW được coi là một chủ trương rất quan trọng và định hướng cho toàn bộ hệ thống các chính sách về tái cấu trúc DNNN nói chung và nội dung thoái vốn nói riêng. Theo đó, các nội dung liên quan đến thoái vốn được định hướng như sau:

* Học viện Tài chính