



# Dự luật doanh nghiệp Nhà nước dưới góc nhìn của "tài chính doanh nghiệp"

Bởi:

GS. Phạm Phú

## I. MỞ ĐẦU

Sau một thời gian dài nghiên cứu và soạn thảo, Dự luật Doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) sửa đổi đã được đưa trình Quốc hội xem xét trong phiên họp tháng 5-6/2003 vừa qua. Có thể cho rằng, so với Luật DNNN năm 1995, Dự luật đã có những bước tiến rất lớn, đặc biệt là sự đa dạng về loại hình DNNN và việc giao khá đầy đủ "Quyền sử dụng" (QSD) cho hội đồng quản trị (HĐQT)

1) Về cơ cấu và chất lượng của HĐQT lại là một việc khác.

1). Tuy nhiên, mảng "*luật nội dung*" liên quan đến "*tài chính doanh nghiệp*" (TCDN) có lẽ còn khá nhiều hạn chế. Chính vì vậy, đại biểu Lê Đức Thúy, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước đã có một ý kiến hết sức xác đáng: Chúng ta đang nắm nhiều cái lắm... nhưng cái quan trọng nhất mà Nghị quyết Trung ương 3 (NQTU 3) đã nêu rõ là "*Lấy suất sinh lời trên vốn làm tiêu chuẩn chủ yếu để đánh giá hoạt động của DNNN*" lại không được đặt ra đúng mức.

Hiện nay, chúng ta đã có Luật doanh nghiệp. NQTU 3 cũng đã chỉ đạo: "*Sửa đổi nội dung của luật DNNN theo hướng quyền và nghĩa vụ của DNNN trên thương trường là bình đẳng với các DN khác để tiến tới một mặt bằng pháp lý...*". Thiết nghĩ khi đó, nội dung có tính đặc thù của luật DNNN là những vấn đề có tính chất của một "hợp đồng" giữa "chủ sở hữu" (CSH) Nhà nước với hội đồng quản trị (HĐQT) và Giám đốc của DNNN. Đáng tiếc, phần nội dung này còn khá "mờ" và còn quá nhiều quy định có thể gây ra sự hiểu nhầm, đặc biệt là phần TCDN. Điều đó, một mặt sẽ làm "nhiều" các con số biểu thị hiệu quả thực của DNNN và dễ gây ra "thất thoát" ở DNNN, mặt khác sẽ làm cản trở việc "*gắn DNNN với thị trường*" (NQTU 3). TCDN ở một DNNN, khi mà hoạt động công ích đã chuyển sang cơ chế đặt hàng của Nhà nước hoặc đấu thầu thực hiện sản phẩm, thiết nghĩ, về nguyên tắc cũng giống như TCDN ở các loại hình công ty khác.

Dự luật doanh nghiệp Nhà nước dưới góc nhìn của "tài chính doanh nghiệp"

Nhưng TCDN lại là một vấn đề chuyên môn không dễ nắm bắt, ngay cả với nhiều người đã có bằng chuyên ngành về Quản trị kinh doanh

2) Đó cũng là một trong những nguyên nhân gây ra sự đổ vỡ ở nhiều Công ty lớn trên thế giới như Enron, World.com v.v... trong thời gian vừa qua. Và hiện nay, Chính phủ Mỹ đang có rất nhiều cải cách Quản trị Doanh nghiệp tập trung vào các vấn đề của TCDN (bên cạnh cơ cấu và chất lượng của HĐQT).

2). Do vậy, sau đây xin được nêu lên một số ý kiến thông qua một ví dụ bằng số, gần đúng và đã được đơn giản hoá tối đa, nhưng không đến mức làm sai lệch bản chất của TCDN.

## II. VÀI NÉT VỀ TCDN CỦA MỘT DN

Vốn kinh doanh của một DN nói chung được phân thành hai loại có tính chất rất khác nhau: (1) "*Vốn có*" (*Equity*) và (2) "*Vốn vay*" (*Debt*).

"*Vốn có*" là vốn của CSH Doanh nghiệp, vốn của cổ đông. Với "Vốn có", DN phải trả "cổ tức" (Dividend) cho cổ đông, được trích ra từ "Lợi Nhuận Sau Thuế thu nhập DN" (LNST). "Cổ tức" là loại "thu thập có thể thay đổi" (Variable Income) của CSH vì lợi nhuận thì có thể năm nhiều, năm ít và CSH có thể trích ra từ lợi nhuận theo một tỷ lệ cao hay thấp tùy thuộc vào hướng phát triển của DN. Phần LNST còn lại sau khi trích "cổ tức" gọi là "*Lợi Nhuận Giữ Lại*" (LNGL - Retained Earnings) được nhập vào "Vốn có" đã có của CSH ở đầu năm để thành "Vốn có" của CSH ở cuối năm đó. Mỗi đầu năm tài chính sắp đến, DN sẽ có một nguồn vốn bằng khoản LNGL này cùng với khoản "trích khấu hao" để đầu tư tái tạo phần DN đã "bị hao mòn" và mở rộng DN. Với một DN hoạt động có hiệu quả, năm nào cũng có LNGL, "*Vốn có của CSH sẽ tăng lên liên tục từ năm này sang năm khác*."

"*Vốn vay*" là vốn đi vay từ các "chủ nợ", DN là "con nợ" của các "chủ nợ" này (Họ là "chủ nợ" chứ không phải CSH). Với "Vốn vay", DN phải trả "lãi tức" (Interest) cho "chủ nợ", được trích ra từ "Lợi Nhuận Trước Thuế thu nhập" (LNTT). Điều đó có nghĩa, "lãi tức" được xem là một khoản "chi phí sản xuất" và được trừ trước (còn chi trả "cổ tức" thì không được trừ trước), khi tính "lợi tức chịu thuế" (Taxable Income)

3) Chính vì vậy, "thuế thu nhập DN" của DN được giảm bớt và làm cho "giá sử dụng vốn" (Cost of Capital) của "Vốn vay" thường thấp hơn "giá sử dụng vốn" của "Vốn có". Nếu DN vay vốn ngân hàng 10% một năm, thuế suất của DN là 30% thì "giá sử dụng" vốn vay chỉ có  $10\% (1 - 30\%) = 7\%$  năm.

3). Đó là một "ưu điểm" lớn của "Vốn vay". Nhưng "lãi tức" là loại "thu nhập cố định" (Fixed Income) của "chủ nợ" vì đây là sự cam kết của DN khi vay vốn, không phụ thuộc vào chuyện năm đó DN có lợi nhuận hay không, lợi nhuận nhiều hay lợi nhuận ít.

Ví dụ, một DN là một công ty cổ phần, thành lập đầu năm 1990 với 1 triệu cổ phiếu (CP), "Mệnh giá" (Face Value)

4) Chỉ có giá trị bên trong công ty với người sáng lập.

<sup>4)</sup> của một CP là 30.000 Đ, "Vốn có" ban đầu của các cổ đông lúc đó sẽ là 30.000 Đ x 1 triệu CP = 30 tỷ Đ. Sau 10 năm hoạt động có hiệu quả, đầu năm 2000, "Vốn có" theo sổ sách của các cổ đông đã tăng lên đến 50 tỷ Đ, giá trị bên trong một CP lúc đó là 50.000 Đ/ CP (Giả sử DN không huy động thêm vốn cổ đông). Trong năm 2000, DN vay thêm ngân hàng 50 tỷ Đ để kinh doanh với lãi suất là 10% năm, cuối năm sẽ trả cả vốn lẫn lãi. Như vậy, vốn kinh doanh của DN trong năm đó là 100 tỷ Đ, trong đó "Vốn có" là 50 tỷ Đ, "Vốn vay" là 50 tỷ Đ.

Cuối năm 2000, DN có một khoản doanh thu trước khấu hao, lãi vay và thuế là 20 tỷ Đ. DN trả "lãi tức" cho ngân hàng 50 tỷ Đ x 10% = 5 tỷ Đ. Giả sử "chi phí khấu hao" của DN năm 2000 là 5 tỷ Đ. Lợi nhuận chịu thuế của DN sẽ là: 20 tỷ Đ - (5 tỷ Đ + 5 tỷ Đ) = 10 tỷ Đ. DN đóng thuế thu nhập DN: 10 tỷ Đ x 30% = 3,0 tỷ Đ, còn LNST là 10 tỷ Đ - 3,0 tỷ Đ = 7,0 tỷ Đ. Vậy "Tỷ suất lợi nhuận" (TSLN) sau thuế của DN là: 7 tỷ Đ/ 50 tỷ Đ = 14%. Giả sử DN trích 50% lợi nhuận để chia "cổ tức" là 3,5 tỷ Đ, mỗi CP được trả 3.500 Đ. Còn LNGL là 3,5 tỷ Đ nhập vào "Vốn có" đầu năm của CSH là 50 tỷ Đ. Vậy "Vốn có" của CSH cuối năm 2000 là 53,5 tỷ Đ. Khoản "chi phí" khấu hao của DN trong năm 2000 là 5 tỷ Đ, đã tính trong "giá vốn hàng bán" nhưng là một khoản không "chi" trên thực tế ở năm đó nên sang đầu năm 2001, DN sẽ có một nguồn vốn là 8,5 tỷ Đ (gồm 5 tỷ Đ "chi phí khấu hao" và thêm 3,5 tỷ Đ LNGL) để thực hiện việc đầu tư phát triển nhằm khôi phục phần hao mòn và mở rộng DN.

### III. VỀ CÁC LOẠI VỐN SỬ DỤNG TRONG DỰ LUẬT

- **NỘI DUNG 1.** Trước hết là "Vốn điều lệ". Trong Dự luật, "Vốn điều lệ" được gọi là "Vốn Nhà nước đầu tư vào công ty và ghi tại Điều lệ công ty" (Khoản 10, Điều 3). Nếu DN trong ví dụ nói trên là một DNNN, 100% vốn Nhà nước, và từ năm 1990 đến năm 2000 Nhà nước không đầu tư thêm vốn, trong Điều lệ công ty sẽ ghi "Vốn điều lệ" là 30 tỷ Đ. Điều 1 lại ghi: "Nhà nước sở hữu toàn bộ Vốn điều lệ". Vậy đến đầu năm 2000, Nhà nước cũng vẫn chỉ sở hữu 30 tỷ, còn 20 tỷ Đ vẫn là "Vốn có" của Nhà nước, được tích lũy từ LNGL sau 10 năm, tại sao Nhà nước không là CSH? Thậm chí, giả sử cuối năm 1999, đầu năm 2000 DNNN đã đăng ký lại "Vốn điều lệ" là 50 tỷ Đ. Thế thì đến cuối năm 2000, Nhà nước cũng vẫn chỉ sở hữu 50 tỷ Đ? Còn 3,5 tỷ Đ là LNGL của năm 2000 Nhà nước không là CSH? Còn nếu xem "Vốn điều lệ" là "Vốn có" của Nhà nước thì "Vốn có" thay đổi hàng năm, DNNN phải chăng phải đăng ký lại "Vốn điều lệ" hàng năm? Điều 26, Điều 30, khi quy định quyền hạn của HĐQT và giám đốc, Dự luật cũng ghi "không vượt quá mức Vốn điều lệ". Vậy với đầu năm 2000, không vượt quá 30 tỷ Đ hay 50 tỷ Đ? Tương tự như vậy, Khoản 3b,

Điều 43, viết: "Không để mất vốn Nhà nước ". Đó là vốn nào? Là "Vốn điều lệ"? Với đầu năm 2000, là 30 tỷ Đ hay 50 tỷ Đ trong ví dụ nói trên?

Thiết nghĩ, "Vốn điều lệ" giống như "mệnh giá cổ phiếu" là 30.000 Đ/CP trong ví dụ nói trên, đến đầu năm 2000, giá trị CP đã là 50.000 Đ/CP. Do đó, "Vốn điều lệ" là *một con số của lịch sử*, chỉ để làm sổ sách kế toán. Thế nhưng, Dự luật lại dùng con số "Vốn điều lệ" để làm một "cột mốc" trong suốt quá trình hoạt động của DNNN.

- **NỘI DUNG 2.** Về "Vốn công ty tự tích lũy". Điều 17, Khoản 8 của Dự luật viết: "... Phần lợi nhuận còn lại được phân chia theo *vốn ngân sách Nhà nước* (NSNN) đầu tư và *vốn công ty tự tích lũy*. Phần lợi nhuận phân chia theo vốn NSNN đầu tư được dùng để tái đầu tư tăng *vốn Nhà nước*. Phần lợi nhuận phân chia theo vốn công ty tự tích lũy được phân phối vào quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi, quỹ đầu tư phát triển. chính phủ quy định tỷ lệ phân chia...".

Trước hết, "vốn NSNN" là vốn nào? Là 30 tỷ Đ lấy từ NSNN năm 1990? Hay là 30 tỷ Đ đó cùng với lũy tích phần "tái đầu tư tăng vốn Nhà nước"? Còn phần lũy tích "quỹ đầu tư phát triển", ai là CSH? Có lẽ Dự luật đã gọi "Vốn công ty tự tích lũy" chính là lũy tích LNGL của CSH, là con số 20 tỷ Đ trong ví dụ nói trên. Phải nói rằng, cả 50 tỷ Đ đều là "Vốn có" của Nhà nước vào đầu năm 2000. Tại sao lại phải phân chia như vậy? "quỹ khen thưởng", "quỹ phúc lợi", là để thưởng cho tập thể DNNN đã sử dụng tốt cả 50 tỷ Đ "Vốn có" của Nhà nước trong năm 2000 chứ không chỉ là đã sử dụng tốt 20 tỷ Đ của "Vốn công ty tự tích lũy". Vậy tại sao các quỹ này chỉ được trích từ phần lợi nhuận do 20 tỷ Đ này tạo nên? Vả lại, với năm đầu tiên 1990, dù DN có lãi nhưng ở đầu năm chưa có "Vốn công ty tự tích lũy" nên ở cuối năm không có lợi nhuận chia cho phần vốn này và do đó sẽ không có quỹ phúc lợi, quỹ khen thưởng và cả quỹ đầu tư phát triển ở cuối năm 1990. Và cứ lập luận như vậy thì *mãi mãi* không có "Vốn công ty tự tích lũy" theo nghĩa là "lũy tích quỹ đầu tư phát triển", và cả 2 quỹ này, nghĩa là DNNN mãi mãi không có quỹ khen thưởng cũng như quỹ phúc lợi (!)

5) Nếu hàng năm DNNN đều có đăng ký lại "Vốn điều lệ" theo giá trị "Vốn có" của Nhà nước ở cuối năm thì cũng không có "vốn Công ty tự tích lũy" ở đầu các năm sau và tình trạng cũng xảy ra tương tự.

5). Sau nữa, cách viết như trên dễ dẫn đến sự hiểu nhầm: "Vốn công ty tự tích lũy" là "tài sản không chia" của tập thể cán bộ công nhân của DNNN này.

Do vậy, hai quỹ này cần được trích từ LNST, trích nhiều hay ít phụ thuộc vào TSLN sau thuế của DN trước khi nộp tiền "thu sử dụng vốn NSNN" (như là "cổ tức") và phân lập vào các quỹ khác từ LNGL. Thêm nữa, "quỹ dự phòng tài chính" và "quỹ dự phòng trợ cấp mất việc làm" cũng là một loại nguồn vốn dự trữ cần thiết cho hoạt động của mọi DN, phải được lấy từ LNGL và cũng phải được ghi vào "Vốn có" của Nhà nước. Có như vậy "TSLN sau thuế" của DNNN mới phản ánh đúng hiệu quả thực của DNNN. Trong ví dụ trên, với 8,5 tỷ Đ LNGL và "chi phí khấu hao"

6) Hiện nay, DNNN được dùng khoản "trích khấu hao" để đầu tư phát triển, thực ra là đầu tư để bù đắp "hao mòn DN" nhưng trong Dự luật không thấy nói về việc sử dụng khoản này.

6), có thể trích, ví dụ, 0,5 tỷ Đ cho quỹ dự phòng tài chính, 0,3 tỷ Đ cho quỹ dự trữ trợ cấp mất việc làm, và sang đầu năm 2001 DN này chỉ còn 7,7 tỷ Đ để đầu tư phát triển chứ không là 8,5 tỷ Đ, nhưng "Vốn có" của DN cuối năm 2000 vẫn là 53,5 tỷ Đ.

Ngoài ra, còn có thể cho rằng, quyền được hưởng và được định đoạt lợi ích phát sinh (tức lợi nhuận) là một trong 3 quyền cơ bản của CSH

7) Nhưng CSH cũng phải gánh chịu rủi ro là có thể mất một phần hay toàn bộ "Vốn có" của mình.

7). Do đó, quyền này cần phải được quy định rõ ràng trong Luật bằng một chương gọi là *chương "Phân phối lợi nhuận"* trong đó có cả tỷ lệ phân chia. Cần xem đây là những điều/ khoản rất quan trọng trong "hợp đồng" giữa Nhà nước với HĐQT và giám đốc DNNN. Trong Luật DNNN 1995, phân phối lợi nhuận được quy định trong văn bản dưới luật là NĐ59 CP/1996 và NĐ27CP/1999. Trong Dự luật DNNN 2003, phân phối lợi nhuận chỉ được nêu trong Khoản 8, Điều 17 nói về "Quyền về tài chính của công ty Nhà nước". Có lẽ, không nên gọi đây là "quyền" của DNNN.

- **NỘI DUNG 3.** *Về nộp tiền "Thu sử dụng vốn NSNN"*. Trong Dự luật DNNN 2003, Khoản 8 Điều 17 chỉ nêu: DNNN nộp "các nghĩa vụ tài chính khác theo quy định của pháp luật". Trong Luật DNNN 1995, Khoản này được quy định ở 2 văn bản dưới luật nói trên.

Về bản chất, đây chính là khoản trích nộp lợi nhuận, giống như "cổ tức" của CSH Nhà nước. Nhưng "cổ tức" là khoản "thu nhập biến đổi" như đã nêu ở Mục "Vài nét về TCDN". Ở đây lại là một khoản cố định, tính ở mức 2,4 - 4,0% của "Vốn NSNN" (Vốn điều lệ?). Lại gọi đây là "thu sử dụng vốn NSNN", giống như "giá sử dụng vốn". Từ đó, có thể dẫn đến 2 cảm giác nhầm lẫn. Thứ nhất, vốn Nhà nước ở DNNN là dạng "Vốn vay", vay thì trả "lãi tức" (cố định) là đã xong nghĩa vụ đối với "chủ nợ", chỉ còn "vốn gốc" là vốn Điều lệ của CSH Nhà nước ở DNNN (Phải chăng, cách chia lợi nhuận theo tỷ lệ vốn NSNN đầu tư và vốn công ty tự tích lũy là xuất phát từ sự nhầm lẫn này). Thứ hai, DNNN như là đã trả cho CSH Nhà nước bằng "giá sử dụng vốn" của cổ đông. Nhưng nếu mức thu 2,4 - 4,0% nói trên tính theo "Vốn điều lệ" 30 tỷ Đ thì mức thu này chỉ là 1,5-2,2% nếu tính theo "Vốn có" của Nhà nước vào đầu năm 2000 là 50 tỷ Đ. Trong khi đó, "giá sử dụng vốn", giống như TSLN yêu cầu tối thiểu của cổ đông thường phải ở mức trên 10%/năm.

#### IV. CÁC VẤN ĐỀ LIÊN QUAN ĐẾN TCDN TRONG DỰ LUẬT

- **NỘI DUNG 4.** *Hệ thống tiêu chí để đánh giá DNNN có hiệu quả.* NQTU 3 đã nêu: “...Việc tiếp tục sắp xếp, đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả DNNN là nhiệm vụ cấp bách và cũng là nhiệm vụ chiến lược lâu dài”. Điều 6 của Dự luật cũng đã quy định: Nhà nước lập mới DNNN ở những ngành, lĩnh vực: (a) Cung cấp sản phẩm, dịch vụ thiết yếu cho xã hội mà các thành phần kinh tế khác không đầu tư; (b) Ứng dụng công nghệ cao, tạo động lực phát triển nhanh cho các ngành, lĩnh vực khác và toàn bộ nền kinh tế, đòi hỏi đầu tư lớn và có nhiều rủi ro; (c) Lĩnh vực thuộc độc quyền Nhà nước ; và (d) Địa bàn có điều kiện kinh tế xã hội khó khăn.

Như vậy “*Hiệu quả DNNN*” là vấn đề cấp bách và chiến lược. Hơn nữa, hiệu quả DNNN không chỉ có lợi nhuận, TSLN trên vốn... mà còn là hiệu quả kinh tế quốc gia, góp phần giải quyết những vấn đề xã hội của đất nước. Nhưng trong Dự luật chưa thấy có điều khoản nào nói đến hiệu quả của DNNN. Như vậy làm sao đánh giá được DNNN, đánh giá được sự hoàn thành nhiệm vụ tốt hay chưa tốt của HĐQT, giám đốc DNNN? Có lẽ phải xem vấn đề này là một nội dung rất quan trọng trong "hợp đồng" giữa Nhà nước với HĐQT và giám đốc DNNN.

Cũng cần lưu ý là, giống như ở các công ty cổ phần, QSD ở DNNN bị tách rời QSH. QSH ở DNNN có dạng “QSH cộng đồng”, là của Nhà nước , của “toàn dân”. Trong đó, QSD được giao cho HĐQT và giám đốc. Do có sự tách rời giữa QSH và QSD này nên người giữ QSD thường không có “động cơ tự thân” để khai thác sử dụng tài sản một cách có hiệu quả nhất nhằm đem lại lợi ích tối đa cho CSH. Do vậy, nếu không có hệ thống tiêu chí trong Dự luật (hay ít ra là một điều khoản làm cơ sở cho việc xây dựng hệ thống tiêu chí ở văn bản dưới luật) để đánh giá hiệu quả của DNNN, thì thậm chí TSLN trên vốn của DNNN có thể cao nhưng “sứ mệnh” (theo nghĩa là “cái lẽ tồn tại”) của nó cũng có thể đã bị lệch lạc. Hệ thống tiêu chí cũng lại là cơ sở để bổ nhiệm, khen thưởng... những người sử dụng, tạo nên “động cơ tự tạo” cho họ.

Tuy nhiên, trong Báo cáo tổng kết (Trang 113) có nêu lên 5 tiêu chí là: Bảo toàn được vốn, hoàn trả được nợ, nộp đủ thuế Nhà nước theo luật định, đảm bảo đời sống cho người lao động mà vẫn có lãi”. Thiết nghĩ, đây chưa phải là hệ thống tiêu chí để đánh giá hiệu quả một DNNN. Việc đảm bảo đời sống cho người lao động cần theo chính sách trả lương theo giá thị trường và phải được quy định trong hệ thống lương, thưởng ở các văn bản dưới luật. Còn “vẫn có lãi” là đã có nghĩa “bảo toàn được vốn, hoàn trả được nợ và nộp đủ thuế”. Điều 14 có viết: “Công ty có nghĩa vụ bảo toàn và phát triển vốn Nhà nước ...”, Điều 18 có viết: “Kinh doanh có lãi”. Có lẽ, không nên đặt mục tiêu đơn giản là “bảo toàn vốn”, chỉ "bảo toàn vốn" thì làm sao phát triển đất nước. Hơn nữa, bảo toàn vốn nào? Trong ví dụ nói trên, trong năm 2000 DN bảo toàn “Vốn điều lệ” 30 tỷ Đ hay bảo toàn “Vốn có” đầu năm của Nhà nước là 50 tỷ Đ? Và thế nào là "phát triển vốn Nhà nước", là “có lãi”? Nếu trong năm 2000, DN có lợi tức chịu thuế là 5 tỷ Đ, đóng thuế

thu nhập DN hết 5 tỷ Đ x 30% = 1,5 tỷ Đ, còn LNST là 3,5 tỷ Đ, TSLN sau thuế của DN là 3,5 tỷ Đ/50 tỷ Đ = 7%/năm.. DN vẫn có đủ tiền để nộp thu sử dụng vốn là: 50 tỷ Đ x 4% = 2 tỷ Đ, còn 1,5 tỷ Đ.

Như vậy, DN “vẫn có lãi”, vốn Nhà nước vẫn "phát triển", TSLN sau thuế là 7%. Nhưng mức TSLN này rõ ràng thấp hơn “giá sử dụng vốn” (Cost of capital - gần như lãi suất yêu cầu tối thiểu) của cổ đông, thường là trên 10%. Vậy là “vẫn có lãi”, vốn Nhà nước vẫn phát triển nhưng phải nói, DN này là một DNNN đang thua lỗ. Hơn nữa, 5 tiêu chí nói trên chưa có tiêu chí nào nói lên vai trò “kinh tế quốc gia”, “giá trị xã hội” của DNNN. Rõ ràng cần một hệ thống tiêu chí khác hợp lý hơn để đánh giá hiệu quả của DNNN.

- **NỘI DUNG 5.** “*Hiệu quả kinh tế*” / “*TSLN kinh tế*”. Về mặt kinh tế, DNNN cũng như mọi DN khác là phải tính đến *hiệu suất sử dụng đồng vốn*. Với một công ty cổ phần, điều đó thường được biểu thị qua mục tiêu “*cực đại của cải*” (Wealth Maximization) hay “*cực đại giá trị của cổ phiếu*”. Nó chứa cả kỳ vọng TSLN và mức độ rủi ro trong kinh doanh của DN. Hay có thể đơn giản hơn: “*cực đại TSLN vốn cổ đông*”. Với DNNN, CSH là Nhà nước nên hiệu suất sử dụng đồng vốn lại phải được nhìn theo quan điểm của Nhà nước , của xã hội.

Khi đó, hoạt động của DNNN phải được đánh giá chủ yếu qua “*TSLN kinh tế*” hay là “*Hiệu quả kinh tế*” của toàn bộ vốn kinh doanh của DN, kể cả “*Vốn vay*” chứ không chỉ riêng “*Vốn có*” của Nhà nước . Đó là *TSLN trước thuế*, tính theo “*giá kinh tế*” chứ không phải là “*giá tài chính*”

8) Ví dụ, một DN nhập một thiết bị giá 1000 USD, đóng thuế 10% là 100 USD thì gần đúng, có thể xem “*giá tài chính*” là 1100 USD, “*giá kinh tế*” chỉ là 1000 USD. Người ta thường dùng “*hệ số chuyển giá*” (conversion factor) để tính đổi “*giá tài chính*” sang “*giá kinh tế*”. Ví dụ, DN trả lương cho công nhân 1 triệu Đ/ tháng. Nếu "hệ số chuyển giá" là 0,7 thì "giá kinh tế" sẽ được tính là 0,7 triệu Đ/ tháng. Hệ số này được xác định trên cơ sở "chi phí cơ hội" (Opportunity cost), một cách tính chi phí theo quan điểm “*kinh tế – xã hội quốc gia*”.

8). Vì rằng: (a) Dưới con mắt của Nhà nước, Nhà nước phải nhìn vốn là vốn của xã hội chứ không chỉ riêng “*Vốn có*” của Nhà nước ; (b) Thuế là một khoản di chuyển từ một bộ phận dân cư này sang một bộ phận dân cư khác chứ không phải là một chi phí thực của xã hội; và (c) “*Giá kinh tế*” mới biểu thị được “*chi phí cơ hội*” thực sự của xã hội.

Với năm 2000 của DNNN nói ở ví dụ trên, cuối năm DN có doanh thu trước khấu hao, lãi vay và thuế là 20 tỷ Đ. Vậy từ 100 triệu Đ đầu năm, DN chỉ chi một khoản “*chi phí khấu hao*” 5 tỷ Đ mà lời 20 tỷ Đ, nghĩa là lời ròng 15 tỷ Đ. Vậy *TSLN trước thuế* cho toàn bộ số vốn 100 tỷ Đ tính theo “*giá tài chính*” là: 15 tỷ Đ/ 100 tỷ Đ = 15%. Hơn nữa, giả sử tính theo “*giá kinh tế*” cho toàn bộ hàng hoá và công lao động thì mức lợi ròng là

18 tỷ Đ chẳng hạn, thì *TSLN kinh tế* trước thuế cho toàn bộ số vốn 100 tỷ Đ sẽ là:  $18 \text{ tỷ Đ} / 100 \text{ tỷ Đ} = 18\%$ .

Trong những năm qua, ở Việt Nam có nhiều nhà máy mía đường đã được xây dựng và hầu hết bị thua lỗ. Có lẽ, lý do chính để các địa phương thuyết phục Nhà nước quyết định xây dựng nhà máy mía đường này là vấn đề "tạo công ăn việc làm". Với DNNN, đúng là có mục tiêu đó. Nhưng nếu dùng "giá cơ hội" cho chi phí lao động, người ta có thể gộp cả mục tiêu tài chính và mục tiêu "tạo công ăn việc làm" vào thành một mục tiêu "*Kinh tế - xã hội*" để quyết định đầu tư. Khi đó, có lẽ đã có những quyết định đúng đắn hơn

9) Chính tác giả của bài này đã cảnh báo vấn đề "Phong trào Tỉnh - Tỉnh làm nhà máy mía đường" trước Quốc hội khóa IX từ năm 1995. Nguyên Phó Thủ tướng Nguyễn Công Tạn vừa trả lời về chương trình mía đường trên Báo Tuổi trẻ ngày 5/7/2003: "Nói thành công thì không ít người phản đối mà nói không thành công thì không khách quan". Vậy là bị "nhiều" trong việc đánh giá. Phần lớn cái "nhiều" này có lẽ do chúng ta còn chưa đánh giá dự án qua mục tiêu "Kinh tế - xã hội".

9). Ngược lại, với nhiều dự án đầu tư về viễn thông thì TSLN trên "Vốn có" rất cao, do đã bán sản phẩm theo giá "độc quyền", nhưng lại chưa có ai đánh giá "Hiệu quả kinh tế quốc gia" cho những dự án này, đặc biệt là những dự án liên doanh, có chia TSLN rất cao này cho đối tác nước ngoài. Nếu tính hiệu quả theo "giá kinh tế" cho những dự án này, có lẽ giá bán của các dịch vụ viễn thông đã thấp hơn nhiều so với giá hiện nay.

- **NỘI DUNG 6.** *Hiệu quả tài chính tính theo vốn Nhà nước*. Đã là một DN kinh doanh thì luôn phải tính đến hiệu quả tài chính, và hiệu quả đó thường được tính theo "*TSLN trên vốn có*" hay vốn cổ đông. Với DNNN, đây là vốn Nhà nước. Đại biểu Lê Đức Thúy có lẽ đã nói theo ý đó. Trong Dự luật, chưa thấy có điều khoản nào nói trực tiếp đến TSLN trên vốn Nhà nước Tuy nhiên, trang 112 và 113 của "Báo cáo tổng kết" có nêu lên một loạt con số sau đây để đánh giá hiệu quả của DNNN: "Tỷ lệ nộp ngân sách trên vốn Nhà nước : 14,7% năm 1991, 27% năm 2000, tính riêng cho các DNNN có lãi năm 2002 là 46,1%. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước : 17% năm 1995, 16,0% năm 2001, tính riêng cho các DNNN có lãi và có báo cáo là 36,9% năm 2002"

10) 36,9% là một TSLN thuộc loại "Siêu lợi nhuận" trong hoạt động kinh doanh. Và, nếu đây là những con số đúng thì có thể nói, DNNN đã hoạt động rất có hiệu quả về mặt tài chính.

10)

Về "Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước", phải chăng đó là "TSLN trên vốn có"? Nếu tính theo "Vốn có" mà đạt được những con số trên, quả thực hết sức đáng mừng. Tuy nhiên, vấn đề lại là: "vốn Nhà nước" là vốn nào? Trong ví dụ nói trên, TSLN đã được tính với mẫu số là 30 tỷ Đ hay 50 tỷ Đ? Về "Tỷ lệ nộp ngân sách trên vốn Nhà nước", chẳng những không rõ con số ở mẫu số, "Vốn Nhà nước" là vốn nào mà ở tử số, "nộp ngân sách Nhà nước" cũng có thể bao gồm một phạm vi khá rộng những khoản nộp



có tính chất hoàn toàn khác nhau (Thu sử dụng vốn? thuế các loại? khấu hao như trước đây? v.v...). Do đó, có thể nói đây là một tỷ số rất dễ gây "nhiều" trong việc đánh giá hoạt động của DNNN.

Có lẽ nên đưa tất cả các tỷ số biểu thị hiệu quả của DNNN về các tỷ số thường dùng trong TCDN thì sẽ thuận lợi hơn trong việc đánh giá "hiệu quả tài chính" của DNNN.

- **NỘI DUNG 7.** *Nên không chế "Cấu trúc vốn" ở DNNN.* Trong một DN nói chung, tỷ lệ "Vốn vay" trên "Vốn có" của DN đơn giản gọi là "Cấu trúc vốn"  $\alpha$  của DN. Hệ số  $\alpha$  còn có tên là "Đòn bẩy tài chính" (Financial leverage). Hệ số  $\alpha$  càng lớn, nghĩa là phần "Vốn vay" càng lớn, thì kỳ vọng TSLN trên vốn của cổ đông càng lớn, nhưng "rủi ro tài chính" của DN cũng càng cao. Vì vậy, theo thông lệ về tối thiểu "giả sử dụng vốn" của DN, các DN thường có  $\alpha$  từ 1-2, nghĩa là nợ chỉ gấp 1 lần cho đến 2 lần "Vốn có".

Trước đây các công ty Hàn Quốc thường dùng  $\alpha$  đến 3,0. Do vậy, một trong 3 biện pháp chính của tổng thống Hàn Quốc trong việc khắc phục khủng hoảng tài chính vừa qua là chuyển "nợ" thành "Vốn có", nghĩa là làm nhỏ tử số và làm tăng mẫu số, để làm giảm bớt hệ số  $\alpha$ . Trong việc đổ vỡ ở công ty Minh Phụng, bên cạnh những gian dối còn có việc các "công ty con" của Minh Phụng đã sử dụng hệ số  $\alpha$  quá lớn, đa số có  $\alpha > 10$ .

Vậy phải chăng trong Dự luật cũng nên không chế giới hạn trên của hệ số  $\alpha$  ở các DNNN, ví dụ  $\alpha \leq 2,0$  hoặc  $\alpha \leq 3,0$ , để hạn chế bớt phần rủi ro tài chính? Trong Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, có điều luật quy định yêu cầu 2 bên liên doanh phải góp vốn tối thiểu 30%. Như vậy Luật này cũng đã không chế giới hạn trên của hệ số  $\alpha$  [ $\alpha < 2,3 \approx (70\% \text{ Vốn vay} / 30\% \text{ Vốn có})$ ]. Theo quy định ở điều 6, có thể cho rằng DNNN là những DN có rủi ro cao. Rủi ro cao thì "kỳ vọng lợi nhuận" cũng cao nhưng rất dễ dẫn đến sự thua lỗ hay phá sản. Vì vậy, thiết nghĩ việc không chế đó là rất cần thiết. Hơn nữa nếu có quy định này, hy vọng rằng tỷ lệ "nợ xấu" hay "nợ khó đòi" ở các ngân hàng của Việt Nam cũng sẽ được giảm xuống một phần

11) Thường là việc của "chủ nợ". Các "chủ nợ" có thể đặt ràng buộc với "con nợ" DN về hệ số này. Nhưng các ngân hàng Nhà nước Việt Nam hình như không có những ràng buộc đó.

11)

## V. TÓM LẠI

Bảy vấn đề nêu trên là những vấn đề thuộc về "luật nội dung" của Dự luật DNNN có liên quan đến TCDN. Có thể tóm tắt 7 vấn đề đó thành 7 đề nghị cụ thể sau đây:

- *Đề nghị 1.* *Nên sử dụng khái niệm "Vốn có" trong Dự luật và những quy định có liên quan về vốn nên dựa vào con số "Vốn có" này, không nên dựa vào con*

số "Vốn điều lệ". Nên gọi "vốn Nhà nước", "vốn NSNN đầu tư"... là "*Vốn có của Nhà nước*" tại DNNN này. "Vốn có" cần được hiểu là toàn bộ vốn đầu tư của Nhà nước và toàn bộ lũy tích LNGL. *Không nên sử dụng khái niệm "Vốn công ty tự tích lũy"*.

- *Đề nghị 2.* Nên có một chương hoặc một số điều nói về "*phân phối lợi nhuận*" ngay trong Dự luật, trong đó có cả các tỷ lệ phân chia. Quỹ khen thưởng, phúc lợi cần trích ngay từ LNST phụ thuộc và TSLN sau thuế đạt được trong năm trước khi phân lập lợi nhuận vào các quỹ khác. Không phân chia lợi nhuận theo tỷ lệ "Vốn công ty tự tích lũy". Không nên sử dụng khoản mục "Nộp tiền thu về sử dụng vốn NSNN" mà có lẽ nên gọi khoản này là: "*Trích nộp lợi nhuận cho Nhà nước*" như là "cổ tức" vậy và được tính bằng % của LNST (Ví dụ 30 hay 40% chẳng hạn).
- *Đề nghị 3.* Nên xây dựng *hệ thống tiêu chí* hợp lý hơn để đánh giá hiệu quả DNNN trong một văn bản dưới luật. Trong Dự luật, ở điều nói về nghĩa vụ của DNNN nên nói đến nghĩa vụ "*Hiệu quả kinh tế - xã hội*" của DNNN. Nên tổ chức nghiên cứu xây dựng hệ thống "*hệ số chuyển giá*" (Conversion Factor) để đổi "giá tài chính" sang "giá kinh tế" và yêu cầu các DNNN tính toán "Hiệu quả kinh tế" hay "*TSLN kinh tế*" khi lập các dự án đầu tư.
- *Đề nghị 4.* Về "Hiệu quả tài chính" của DNNN, không nên sử dụng "Tỷ lệ nộp ngân sách trên vốn Nhà nước", mà chủ yếu sử dụng tiêu chí "*TSLN trên vốn có của Nhà nước*" (đương nhiên trong TCDN còn nhiều chỉ số khác).
- *Đề nghị 5.* Nên nêu vấn đề *không chế giới hạn trên của hệ số  $\alpha$*  (là cấu trúc vốn, bằng tỷ lệ "Vốn vay" trên "Vốn có") trong Dự luật để giảm bớt "rủi ro tài chính" ở DNNN. Giá trị cụ thể của hệ số  $\alpha$  nên quy định ở một văn bản dưới luật. Trong thực tế hiện nay, có thể sử dụng  $\alpha \leq 3.0$ .
- *Đề nghị 6.* Nhìn chung, nên đưa phần "luật nội dung" liên quan đến TCDN của Dự luật về *gần hơn với những quy định về TCDN* của một công ty cổ phần. Khi đó, việc quản lý tài chính ở các liên doanh cũng như ở các công ty có một phần vốn của Nhà nước cũng sẽ thuận lợi hơn nhiều.
- *Đề nghị 7.* Nên chú trọng hơn những điều khoản có tính chất là "*hợp đồng*" giữa Nhà nước với HĐQT và Giám đốc DNNN. Nói riêng về HĐQT, cần có quy định về *cơ cấu HĐQT*, trong đó cần tăng cường số thành viên độc lập bên ngoài DNNN (Xem thêm Bài "Ai là người làm chủ thực sự các DNNN")