



Tổ chức Tài chính Quốc tế



Bộ Tài chính



Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế

***Hội nghị Quốc tế về Quản trị Doanh nghiệp của IFC/OECD
Đồng tổ chức Bộ Tài chính***

**Lý do khiến Quản trị Doanh nghiệp
được quan tâm tại Việt nam**

Hội nghị bàn tròn Châu Á về Quản trị Doanh nghiệp – OECD/WB

***Với sự tài trợ:
Chính phủ Nhật bản
Diễn đàn Quản trị Doanh nghiệp Toàn cầu***



Global Corporate
Governance Forum

Giáo sư Ronald Gilson, Trường Đại học Stanford

**Hà Nội, Việt Nam
Ngày 6 tháng 12 năm 2004**

Địa điểm: Khách sạn Sheraton, Hà nội

HỘI NGHỊ QUỐC TẾ VỀ QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

Hà nội, ngày 6 tháng 12 năm 2004

Quản trị doanh nghiệp, cơ cấu vốn chủ sở hữu và chi phí vốn: các chiến lược cải cách ngày càng tăng

Ronald J. Gilson

Giáo sư trường Đại học Stanford

Quản trị doanh nghiệp quyết định cơ cấu vốn góp của một công ty, chính là khái niệm chỉ việc các nhà đầu tư đầu tư vốn vào công ty. Để có thể hiểu được mối liên quan giữa khái niệm cơ cấu vốn chủ sở hữu và chi phí vốn của một doanh nghiệp, từ đó có phương hướng đổi mới quản trị doanh nghiệp nhằm giảm thiểu chi phí đó, cần thiết phải so sánh giữa cơ cấu vốn chủ sở hữu với vốn vay thông thường - những quy tắc điều chỉnh các quy định về nguồn vốn bên ngoài khác của doanh nghiệp.

Cơ cấu vốn vay thường rất khó khăn. Nếu người vay vi phạm một số điều khoản cụ thể như trả lãi, duy trì tình trạng tài chính hay trả gốc vốn vay, người cho vay có thể ngay lập tức sử dụng các công cụ pháp lý để thu hồi vốn, bao gồm cả việc khiến người vay phá sản. Ngược lại, cơ cấu vốn chủ sở hữu lại mềm mỏng hơn. Vì cổ phiếu phổ thông chỉ có thể nhận lãi từ nguồn thu nhập còn lại của doanh nghiệp, lãi này biến đổi theo chiến lược của doanh nghiệp, phụ thuộc vào công việc kinh doanh cũng như các quyết định tài chính tương lai. Do đó, các tiêu chuẩn quản trị doanh nghiệp không bao gồm những quy định cụ thể về lưu lượng cũng như thời gian cụ thể đối với các cổ đông phổ thông. Điều này được phản ánh thông qua sự khác biệt giữa phản ứng của người cho vay khi doanh nghiệp không trả được lãi nợ vay và của cổ đông khi doanh nghiệp quyết định không trả lãi cổ phiếu. Người cho vay có đầy đủ cơ sở để chống lại việc phá vỡ cam kết. Cổ đông không có cơ sở để chống lại việc không trả lãi cổ phiếu, thay vào đó anh ta chỉ có thể thay đổi chính sách của công ty thông qua việc thay đổi cung cách quản lý, hoặc khiếu nại về việc doanh nghiệp không hoàn thành trách nhiệm kinh doanh của mình.

Những đặc điểm khác nhau của cơ cấu vốn vay và cơ cấu vốn chủ sở hữu làm sáng tỏ mối liên hệ giữa các quy tắc điều chỉnh 2 hình thức vốn bên ngoài và chi phí doanh nghiệp phải trả cho nguồn vốn đó. Giả sử một cơ cấu vốn vay không đủ khả năng đảm bảo cho người cho vay vì khoản nợ này ít được ưu tiên hoặc luật pháp hiện hành không đủ hiệu quả buộc người vay thực hiện đúng cam kết. Nếu rủi ro nợ khó đòi tăng lên do các nguyên nhân trên, người cho vay tất sẽ đòi lãi suất cho vay cao hơn. Bây giờ giả sử cơ cấu vốn chủ sở hữu - với chính sách quản trị doanh nghiệp theo pháp luật hiện hành - không đủ khả năng bảo đảm cho nhà đầu tư. Cũng như với cơ cấu vốn vay, rủi ro tăng cao đối với thu nhập kỳ vọng của cổ phiếu phổ thông sẽ dẫn đến giảm giá cổ phiếu và tiếp theo đó là chi phí vốn cao hơn.

Việc đánh giá cơ cấu quản trị doanh nghiệp của một quốc gia và mối quan hệ giữa chất lượng quản trị và chi phí vốn chủ sở hữu khi đó giúp cho cơ cấu quản trị doanh nghiệp

tránh được những rủi ro mà các nhà đầu tư có thể gặp phải trong quá trình định giá cổ phiếu. Với mục đích này quan trọng là phải nhận ra được quản trị doanh nghiệp là một công cụ chứ không phải chỉ là một hình thức. Bất kỳ hệ thống quản trị doanh nghiệp nào cũng phải đưa ra được một tập hợp những công cụ tài phòng tránh rủi ro khi sử dụng vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên những công cụ này có thể có những hình thức khác nhau tùy thuộc đặc điểm lịch sử và chính trị của từng quốc gia.

Trong bài viết này tôi sẽ kiểm soát vào quản trị doanh nghiệp trong bối cảnh các doanh nghiệp nhà nước là các cổ đông kiểm soát như châu á. Đặc biệt, tôi nhấn mạnh ở 2 điểm. Thứ nhất, tôi sẽ phân biệt chính sách cổ đông chính hiệu quả và ko hiệu quả, tức là phân biệt những điều luật mà trong đó có những hạn chế hữu ích đối với sở hữu tư nhân mà cổ đông chính có thể sử dụng và những điều luật không có những điều này. Không giống như một kiểu phân biệt quen thuộc giữa các điều lệ về cổ đông kiểm soát và những điều lệ mà qua đó phần lớn các doanh nghiệp quốc doanh đang sử dụng để phân chia cổ phần, cách phân biệt này có một ứng dụng quan trọng để có thể hiểu được quản trị doanh nghiệp trong các điều lệ đối với cổ đông kiểm soát. Thứ hai, tôi nhấn mạnh chính sách nhằm đổi mới các hệ thống cổ đông kiểm soát chưa hiệu quả, đặc biệt là các chính sách ở tầm trung và liên quan đến tăng trưởng vốn chủ sở hữu chứ không phải là sự đổi mới có hệ thống của cấu trúc quản trị doanh nghiệp

I. Phân biệt quản trị doanh nghiệp: các rủi ro và phần vốn góp của cổ đông.

Quản trị doanh nghiệp chỉ được quan tâm khi doanh nghiệp dựa vào nguồn vốn chủ sở hữu bên ngoài, tức là nguồn vốn chủ sở hữu được cung cấp bởi các tổ chức ko trực tiếp tham gia vào công việc quản lý doanh nghiệp. Do đó các nhà đầu tư bên ngoài luôn phải đối mặt với việc phân tách quyền sở hữu và quyền quản lý, theo ý họ sẽ có một ai khác bên ngoài quyết định sự thành công của doanh nghiệp. Bất kể người ra quyết định cuối cùng là cổ đông kiểm soát hay là người quản lý trong trường hợp không có cổ đông kiểm soát, bản chất của quản trị doanh nghiệp trong các doanh nghiệp nhà nước luôn tồn tại vấn đề về tổ chức bắt nguồn từ sự phân bổ này.

Với mục tiêu của chúng ta và dựa trên cả y nghĩa học thuật và nội dung thông thường của luật doanh nghiệp, vấn đề này thể hiện theo 2 cách. người ra quyết định có thể quản lý tồi, làm giảm thu nhập của nhà đầu tư do chiến lược và thực thi yếu kém. Tôi sẽ đề cập đến hành vi này như là sự vi phạm 'trách nhiệm quản lý' của người ra quyết định. tương tự, người ra quyết định có thể tự làm lợi cho mình bằng vốn của các nhà đầu tư khi ra các quyết định có lợi cho họ chứ không phải cho các cổ đông. Tôi gọi hành vi này là sự vi phạm 'bỏ phần trung thành' của người ra quyết định.

Vai trò của cổ đông kiểm soát dựa trên giao điểm của 2 yếu tố này của các doanh nghiệp nhà nước. nó cũng là tâm điểm phân tích của quản trị doanh nghiệp ở Đông á, nơi cổ đông kiểm soát có mặt trong gần như tất cả các doanh nghiệp có vốn góp của nhà nước. Để thấy được điều này, chúng ta nên bắt đầu bằng một mô hình doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá rộng rãi, quen thuộc hơn dù kém phổ biến: doanh nghiệp theo kiểu Berle -Means - tâm

điểm của các cuộc tranh luận trên phương diện học thuật và chính sách trong vòng 20 năm qua.

Trong các công ty có cổ đông kiểm soát như ở Mỹ và Anh, chính các bộ phận nội bộ như ban giám đốc với các giám đốc độc lập không ràng buộc chặt chẽ với công ty về mặt tài chính hay các vấn đề liên quan đến công việc quản lý hay doanh nghiệp và các bộ phận bên ngoài như các công ty mua lại đã dẫn đến vấn đề thiếu tận tâm và không trung thành. Mỗi bộ phận đều có những hạn chế riêng trong khi đều làm việc có hiệu quả. Không dễ để thu hút được các giám đốc độc lập: tiền lương đủ cao để có toàn bộ sự quan tâm của họ lại không đồng nhất với tính độc lập của họ. Đền lợt mình, các công ty mua lại cũng có thể trở thành các công cụ tồi. Họ chỉ có ích đối với 1 vài vấn đề trong kinh doanh, và việc cần có một lượng chi phí lớn để đảm bảo thành công khiến chúng trở nên chỉ thật sự cần thiết đối với những vấn đề thật sự nghiêm trọng.

Như vậy, cổ đông kiểm soát xem ra lại có thể tận tâm và trung thành hơn trong việc quản lý một doanh nghiệp nhà nước so với một loạt các công cụ khác theo hướng thị trường sử dụng trong các doanh nghiệp cổ phần hoá rộng rãi. Do có lượng cổ phiếu nắm giữ lớn, cổ đông kiểm soát dễ có động lực hoặc để thu hút các nhà quản lý có năng lực hơn hoặc để tự mình quản lý. Theo cách hiểu này, cổ đông kiểm soát sẽ loại bỏ được những mâu thuẫn gây ra do các công cụ được sử dụng để giải quyết mâu thuẫn lợi ích trong các công ty cổ phần hóa rộng rãi.

Tuy nhiên, cổ đông kiểm soát khi được sử dụng để sửa chữa những mâu thuẫn lợi ích trong quản lý lại có những mâu thuẫn riêng của nó. Mâu thuẫn ở đây chính là lòng trung thành: giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông thường với khả năng hạn chế cổ đông kiểm soát đoạt được những lợi ích cho riêng họ chứ không phải cho các cổ đông thường. Để có thể duy trì quyền lực, cổ đông kiểm soát càng có ít cổ phần các gắng sức sử dụng quyền hạn của mình để thu lợi riêng.

Ít nhất về lý thuyết, có một điểm trung hoà giữa hai tính cách trái ngược của cấu trúc quản lý bằng cổ đông kiểm soát. Do phải chịu chi phí lưu thông và cố định cũng như các chi phí cho quản lý trực tiếp, cổ đông kiểm soát có thể sử dụng một số tư lợi để thực thi vai trò này. Vì vậy dưới con mắt của các cổ đông thường, 2 yếu tố của mâu thuẫn lợi ích có thể bù trừ cho nhau. Cổ đông phổ thông sẽ còn chấp nhận cổ đông kiểm soát chừng nào lợi ích từ việc giảm chi phí cho các mâu thuẫn về quản lý còn cao hơn tư lợi mà cổ đông kiểm soát có thể đạt được.

Việc xây dựng một mô hình cổ đông kiểm soát để thay thế cho các công cụ quản lý liên quan đến mô hình sở hữu cổ phần của Mỹ và Anh, và đặc biệt để cân bằng giữa việc tăng cường quản lý và cố gắng thu lợi đã cho chúng ta một cái nhìn sâu sắc hơn về vai trò của các thể chế luật pháp và quản trị doanh nghiệp trong các hệ thống cổ đông kiểm soát như ở châu á. Các chính sách quản trị doanh nghiệp và các thể chế luật pháp khác nhau có thể dẫn đến các hệ thống cổ phần khác nhau với các chi phí và lợi ích khác nhau và sau đó là các cách dung hoà khác nhau. Cơ sở cho các đổi mới về luật pháp và quản lý cũng như phương hướng của chúng có thể bắt nguồn từ việc nhận biết được những điểm khác nhau này.

II. Các hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả và không hiệu quả và vai trò của luật pháp và quản trị doanh nghiệp

Một phần lớn của các nghiên cứu mới đây về luật pháp và tài chính đã cố gắng tìm hiểu về mối quan hệ giữa việc định lượng chất lượng của hệ thống luật pháp và các quy tắc trong quản trị doanh nghiệp cũng như sự xuất hiện của các cổ đông kiểm soát trong các doanh nghiệp nhà nước. Hiện tại, vấn đề trung tâm là thị trường vốn của các cổ đông kiểm soát trong các doanh nghiệp nhà nước chứa đựng sự yếu kém về luật pháp và quản trị doanh nghiệp. Khi các cổ đông thiểu số không được bảo vệ trước tình trạng cổ đông kiểm soát thu lợi lớn cho mình, tranh cãi nổ ra, các doanh nghiệp sẽ không muốn chia sẻ quyền lực với bên ngoài vì họ không muốn chịu rủi ro đưa quyền quản lý của mình vào tay một ai đó thu tóm quyền lực thông qua thị trường và thu lợi cho mình mà không chịu sự kiểm soát của luật pháp. Theo sự phân tích này, hệ thống cổ đông kiểm soát được tạo dựng bởi một thị trường vốn chủ sở hữu yếu kém- có quá nhiều khả năng lưu thông bị bó buộc- và những khác biệt lớn trong chất lượng quản lý và hạn chế cổ đông thiểu số do việc tận thu lợi ích.

Với mục đích của tôi ở đây, điều khó khăn của lý thuyết này là nó coi các phương thức cổ đông kiểm soát là như nhau. phân tích của phần I cho thấy có thể tồn tại 2 hình thức cổ đông kiểm soát: một là các điều lệ bị chi phối bởi các cổ đông kiểm soát không hiệu quả trực lợi nhờ quản lý nhiều hơn là thu lợi thông qua kiểm soát điều hành; và hai là các điều lệ được chi phối bởi các cổ đông kiểm soát tạo ra giá trị nhờ kiểm soát điều hành cao hơn so với các chi phí bỏ ra do tư lợi. Cách phân biệt các hệ thống cổ đông kiểm soát này phức tạp hơn, dẫn đến một cách hiểu rõ ràng hơn về vai trò của luật pháp và quản trị doanh nghiệp trong việc hỗ trợ một mô hình sở hữu cổ phần cụ thể nào đó.

Với ý kiến cho rằng mô hình cổ đông kiểm soát liên quan đến sự yếu kém về luật pháp: các doanh nghiệp nắm giữ điều hành để bảo vệ bản thân khỏi trường hợp ai đó sẽ trực lợi bằng cách thu tóm quyền lực nếu người lãnh đạo hiện tại từ chức. Khi nắm giữ quyền lực, doanh nghiệp sẽ tận dụng điều đó bằng cách tận thu lợi ích. Chính sách này có 3 ứng dụng thực tiễn rõ ràng. Trong mô hình cổ đông trực tiếp không hiệu quả, khi luật pháp và các quy định quản trị doanh nghiệp không có tác dụng hạn chế quy mô của sự tư lợi, người ta có thể nhận thấy rằng: (1) giá trị của cổ phiếu kiểm soát cao hơn rất nhiều so với cổ phiếu thiểu số; và (2) quy mô của tư lợi sẽ giảm theo số lượng vốn chủ sở hữu của cổ đông kiểm soát và tăng lên theo khoảng chênh lệch giữa tỉ lệ kiểm soát và tỉ lệ vốn chủ sở hữu. Ngược lại, mô hình cổ đông kiểm soát có hiệu quả được hỗ trợ bởi luật pháp hạn chế bớt tư lợi sao cho chỉ còn một lượng đủ để bù đắp cho chi phí điều hành kiểm soát và ít hơn thu nhập từ điều hành kiểm soát của cổ đông kiểm soát. Như thế trong mô hình cổ đông kiểm soát có hiệu quả, (3) giá trị của cổ phiếu kiểm soát sẽ chỉ chênh với giá trị của cổ phiếu thiểu số một lượng rất nhỏ so với mô hình cổ đông kiểm soát không hiệu quả.

Các nghiên cứu thực nghiệm mới đây đều ủng hộ 3 ước đoán từ việc thiết lập phân cách giữa mô hình cổ đông kiểm soát hiệu quả và không hiệu quả. Mức độ tư lợi sẽ được phản ánh thông qua chênh lệch giá trị của cổ phiếu kiểm soát và cổ phiếu thiểu số, chỉ có giá trị của cổ phiếu kiểm soát bao gồm cả giá trị hiện tại ròng của tư lợi kỳ vọng. Như trong bảng 1, mức độ của tư lợi từ mô hình có luật pháp yếu kém khá lớn cho dù được tính bằng chênh lệch

giữa giá thị trường của cổ phiếu có quyền bầu cao và thấp hoặc lượng phí trả cho quy trình kiểm soát. Do được định lượng bằng các giá thị trường khác nhau, kiểm soát chiếm khoảng 36% trị giá của công ty ở Mexico, 29% ở Italy, và chỉ 1% ở Thụy Điển. Mexico và Italy đặc trưng cho hệ thống luật pháp yếu kém trong khi đó hệ thống này ở Thụy Điển có hiệu quả. Khi đo bằng chi phí cho giá trị vốn chủ sở hữu của công ty tỉ lệ kiểm soát là 34% ở Mexico, 37% ở Italy và 7% ở Thụy Điển. Cả 2 nghiên cứu đều cho thấy chất lượng luật pháp gây ra tỉ lệ sai lệch lớn giữa các quốc gia.

Bảng 1: Khác biệt giá trị giữa cổ phiếu thiểu số và kiểm soát trong hệ thống CS dựa vào chất lượng luật pháp

	Mexico	Italy	Sweden
●PBC được tính trên giá thị trường khác nhau	36%	29%	1%
●PBC được tính trên chi phí vốn	34%	37%	7%

Source: Nenova (2003); Dyck & Zingales (2002)

Một nghiên cứu mới đây về các nước Đông á nơi các tác giả cũng cho rằng có hệ thống luật kém cũng ủng hộ mối quan hệ giữa vốn chủ sở hữu của cổ đông kiểm soát và mức độ trục lợi và do đó mối quan hệ giữa một mặt là qui mô chênh lệch giữa sở hữu vốn chủ sở hữu và kiểm soát và mặt khác là trục lợi. Trong các hệ thống chủ yếu sử dụng cổ đông kiểm soát, giá trị công ty tăng theo cổ phiếu của cổ đông lớn nhất, và giảm theo qui mô của chênh lệch giữa trái phiếu(?) kiểm soát và vốn chủ sở hữu nắm giữ.

Cuối cùng, mối quan hệ giữa mức độ trục lợi và chất lượng luật pháp lại xuất hiện trong kết quả của một chiến lược thực tiễn khác. Một nghiên cứu mới đây về các công ty cổ phần niêm yết tại Hàn Quốc, với các điều lệ đặc trưng bởi mô hình cổ đông kiểm soát, ghi nhận ảnh hưởng của việc cải cách luật pháp đối với các đa số các giám đốc độc lập cho thấy việc cải cách này đã nâng đỡ chất lượng luật pháp. Khi tính toán năng suất và các đặc trưng quản lý khác, Black, Jang và Kim chỉ ra các công ty lớn có 50% các giám đốc từ bên ngoài theo luật mới sửa đổi của Hàn Quốc đã có giá cổ phiếu tăng 40%. Đặc biệt, sự tăng giá của cổ phiếu ko bắt nguồn từ tăng năng suất, các công ty ko năng động hơn nhờ có các giám đốc độc lập. Hơn thế nữa, sự xuất hiện của đa số giám đốc từ bên ngoài khiến cho thị trường đánh giá cao hơn về luồng tiền hiện tại của công ty. Các tác giả này giải thích cho kết quả trên qua sự quan trọng của các giám đốc bên ngoài trong việc điều tiết khả năng trục lợi của các cổ đông kiểm

soát: 'Lí do quan trọng nhất tại sao các giám đốc bên ngoài lại có thể làm tăng giá trị chính là vì họ có thể điều chỉnh được quy trình tự giao dịch của các cổ đông kiểm soát'.

Nói tóm lại, mô hình bù trừ của cổ đông kiểm soát cho thấy mối quan hệ khác giữa chất lượng luật pháp và các mô hình cổ đông kiểm soát. Luật chuẩn hỗ trợ cho mô hình có hiệu quả trong khi luật pháp chưa chuẩn có lợi cho các mô hình không hiệu quả.

III. Nội dung quản trị phân biệt hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả và không hiệu quả

Sự khác biệt giữa hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả và không hiệu quả liên quan đến mô hình hệ thống quản trị doanh nghiệp. Trong một hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả, kiểm soát được thể hiện trên khía cạnh hiệu quả chi phí, không thể hiện trên khía cạnh chi phí quản lý công ty. Đối với một quốc gia có một bộ luật tốt, điều này được thực hiện khi lợi ích của việc kiểm soát giám sát vượt quá các quy định hạn chế lợi ích cá nhân. Điều này thực hiện theo mô hình tập trung vào chức năng – có giới hạn, các hệ thống quản trị doanh nghiệp khác nhau có thể giải quyết các vấn đề giám sát khác nhau thông qua các định chế khác nhau.

Một điểm khác biệt quan trọng giữa hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả và không hiệu quả liên quan đến việc đa dạng hoá các cổ phần đối với mỗi loại hệ thống. Chúng ta có thể đa dạng hoá cổ phần - mức độ, cơ cấu sở hữu khác nhau trong cùng một hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả đơn lẻ. Việc phân chia cổ phần trong một Tổng công ty sẽ được quyết định dựa trên sự xem xét tính hiệu quả:

Theo quan điểm của Demsetz đã đề cập vài năm trước, cơ cấu tổ chức của một Tổng công ty được quản lý theo bản chất kinh doanh và các điều kiện cạnh tranh trong lĩnh vực hoạt động của Tổng công ty. Trong hệ thống với bộ luật tốt, Những thuận lợi đối với việc cổ đông kiểm soát là tối thiểu hoá những khả năng hạn chế lợi ích cá nhân dựa trên những giá trị đạt được từ việc kiểm soát giám sát các hoạt động quản lý hơn là các kỹ thuật theo xu hướng thị trường giống như các nhà quản lý độc lập và thị trường kiểm soát công ty. Ngược lại, quy mô giá trị đạt được gây nhiều ảnh hưởng trong các ngành, các công ty và các cổ đông kiểm soát. Ví dụ, việc giám sát kiểm soát của một cổ đông kiểm soát có thể không có lợi ích so sánh đối với hoạt động giám sát theo hướng thị trường khi việc cạnh tranh trên thị trường ngày càng khốc liệt. Vì vậy, ta không ngạc nhiên trong lĩnh vực công nghệ cao với đặc điểm là thay đổi nhanh, chúng ta có thể phải quản lý công ty với các cổ phần được phân bổ rộng rãi, thậm chí trong một hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả. Những kỹ thuật giám sát thay thế này - cạnh tranh thị trường và chạy đua công nghệ - không cần thiết thậm chí cả việc hạn chế các lợi ích cá nhân để thực hiện giám sát. Ngược lại, một cổ đông kiểm soát có thể hoạt động hiệu quả thậm chí trong một bộ luật tốt khi thị trường vốn phát triển không hiệu quả để đảm bảo hiệu quả thông tin cần thiết đối với cơ chế giám sát bên ngoài phù hợp với cơ chế giám sát bởi các cổ đông.

Việc đa dạng hoá cổ đông bắt nguồn từ những điểm khác biệt giữa các cổ đông kiểm soát đặc biệt, có trách nhiệm và kỹ năng về việc giám sát kiểm soát, có thể làm nghiêng cán cân trong một công ty giữa việc tiếp tục có mặt của cổ đông kiểm soát và những thay đổi đối

với việc phân bổ cổ đông. Vì vậy, việc đa dạng hoá phân bổ cổ đông thậm chí có thể tồn tại trong một hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả trong cùng một lĩnh vực. Do đó, cơ sở pháp lý về cổ đông kiểm soát quy định việc đa dạng hoá sở hữu trong một hệ thống kiểm soát cổ đông hiệu quả. Chúng ta nên có những công ty với các cổ đông kiểm soát và các cổ phần bán rộng rãi.

Ngược lại, chúng ta không nên có những công ty với việc thu hẹp phân bổ cổ phần trong hệ thống cổ đông kiểm soát không hiệu quả. Như đã nhấn mạnh trong văn hoá Luật tài chính, việc không hạn chế các lợi ích tư nhân bởi một yêu cầu kiểm soát nhằm ngăn ngừa các cổ đông kiểm soát hiện tại từ một phần kiểm soát. Vì ở đây, mối quan tâm không phải là hoạt động giám sát đơn thuần, mà là giám sát các hoạt động tự doanh. Các kỹ thuật thay thế khó mà có được. Đảm bảo rằng, việc phân tích trên sẽ không thể làm giảm sự có mặt của các công ty được tổ chức lớn trong hệ thống cổ đông giám sát hiệu quả. Ví dụ, thông qua việc tư nhân hoá, các công ty mới bắt đầu hoạt động được tổ chức lớn có thể tồn tại nếu tồn tại các hạn chế đặc biệt về hoạt động kiểm soát. Tuy nhiên, chúng tôi muốn quy mô phân bổ cổ đông hạn chế trong một hệ thống cổ đông kiểm soát không hiệu quả hơn là trong hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả

Những số liệu dẫn chứng sau sẽ chứng minh sự phân tích trên.

Bảng 2: Việc phân bổ cổ đông kiểm soát và các công ty lớn chi phối lớn ở Ý và Thụy Điển

	Cổ đông kiểm soát (gia đình)	Các công ty lớn
Sweden	46.94 %	39.18 %
Italy	59.61 %	12.98 %

Bảng 2 cho thấy phần trăm quy mô tổ chức và các Tổng công ty Nhà nước được kiểm soát ở Thụy Điển, một hệ thống cổ đông kiểm soát hiệu quả và ở Ý, một hệ thống cổ đông kiểm soát không hiệu quả. Trong khi Thụy Điển là nước đảm bảo sự công bằng đối với hoạt động của các công ty Nhà nước bằng việc tổ chức hệ thống cổ đông kiểm soát và các cổ đông được phân bổ rộng thì ở Ý, số lượng công ty với cổ đông kiểm soát gấp 5 lần so với số lượng các công ty mà có cổ phần được phân bổ rộng. Kết quả ở khu vực Đông Á cũng tương tự.

Theo sự phân tích của OECD, số liệu do Classens và cộng sự cung cấp cho thấy hơn 2/3 số công ty thương mại Nhà nước của khu vực Đông Á có một cơ chế kiểm soát; việc đa dạng hoá các cơ chế không tồn tại.

Việc hạn chế phân bổ rộng các cổ phần trong hệ thống cơ chế kiểm soát không hiệu quả sẽ đảm bảo các hiệu quả kinh tế vĩ mô của các quy định này. Trước hết, do Luật không tốt sẽ không giúp cho công ty có một mô hình tổ chức có hiệu quả, hiệu quả thấp và không có lợi thế cạnh tranh với công ty khác của những nước mà có hệ thống luật hỗ trợ việc lựa chọn các hình thức tổ chức công ty hiệu quả nhất.

Thứ hai, việc không có luật tốt để hỗ trợ việc đa dạng hoá việc phân bổ cổ đông, sẽ không thể tạo ra một hình thức giám sát thị trường hiệu quả. Khởi nguồn từ Mỹ nhưng giờ chủ yếu xuất hiện tại nước Anh và châu Âu, các nhà đầu tư vốn tư nhân yêu cầu được kiểm soát các công ty hoạt động không hiệu quả, ví dụ thông qua việc mua lại công ty, sau đó tổ chức lại công ty và xây dựng hệ thống giám sát để nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty. Ở Mỹ, những hoạt động mua lại như vậy thường là các đối tác có vốn hạn chế, kiểm soát thành vốn lớn thông qua các nhà đầu tư có tổ chức. Để nâng cao tính thanh khoản cho các nhà đầu tư, các nhà đối tác hạn chế về vốn thường đầu tư khoảng 10 năm để có thể nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty. Thông qua hoạt động mua lại và tổ chức lại nêu trên sẽ hoạt động trở lại với hình ảnh các nhà đầu tư mới. Trong một hệ thống giám sát cổ đông không hiệu quả, việc không có khả năng tăng tính thanh khoản cho các nhà đầu tư làm cho hoạt động giao dịch khó khăn hơn rất nhiều và sẽ rất tồi tệ. Các nhà đầu tư có tổ chức yêu cầu phải có các giải pháp rút khỏi thị trường để có vốn thực hiện nhiệm vụ. Kết quả là không tồn tại hoạt động giám sát quan trọng trong hệ thống giám sát cổ đông không hiệu quả.

IV. Tầm quan trọng và xây dựng luật hiệu quả: Những suy nghĩ về cải cách

Mục tiêu của việc thảo luận ở trên là để làm rõ các vấn đề. Vấn đề ở đây không liên quan đến hệ thống các cơ chế kiểm soát, mà liên quan đến hệ thống cơ chế kiểm soát không hiệu quả. Có thể dễ dàng nhận ra trong mỗi một nhóm thì hệ thống nào hoạt động không hiệu quả. Giả sử rằng học thuyết kinh tế dự đoán chính xác sự đa dạng các nguồn vốn góp trong các hệ thống hiệu quả - những hệ thống mà chỉ hỗ trợ kiểm soát phân chia các cổ đông có thể là hệ thống được xem xét khi sửa đổi luật để nâng cao hiệu quả bảo vệ các cổ đông thiểu số. Vấn đề là khi cơ chế kiểm soát không được phép thiên vị nhưng phải giảm chi phí vốn chủ sở hữu bằng việc hình thành đầy đủ các hình thức tổ chức trong hoạt động thị trường vốn.

Bước tiếp theo là xem mọi người hiểu và đánh giá cơ bản về thuật ngữ “bộ luật tốt”. Nếu ta nói là để có một bộ luật tốt thì đơn giản, cái khó hơn và quan trọng hơn là phải xây dựng được lộ trình cụ thể xây dựng luật. Mối quan tâm của tôi ở đây không phải là đưa ra được một lộ trình. Nội dung về bảo vệ cổ đông thiểu số hiệu quả được quy định trong nhiều văn bản pháp quy về quản trị và các báo cáo thực tế nói chung và nói riêng là những nội dung về quản trị doanh nghiệp châu Á được quy định cụ thể trong Sách Trắng của OECD về Quản trị doanh nghiệp ở châu Á. Hơn nữa, tôi muốn nhấn mạnh và đánh giá cao một số nội dung

liên quan đến hệ thống cổ đông kiểm soát quy định trong một bộ luật tốt mà hiện nay trong các cuộc tranh luận không đề cập đến một cách rõ ràng.

Theo tôi, một bộ luật tốt đòi hỏi ba yêu cầu: (1) Các tiêu chuẩn khung hiệu quả, quy định lợi ích kiểm soát cá nhân về tiền là vi phạm; (2) Một quy trình mở cho phép những người có quyền thực thi pháp luật giám sát các lợi ích kiểm soát tiền nêu trên; và (3) thực hiện cơ chế công khai, tôn trọng cá nhân. Tuy nhiên, khi đánh giá các nội dung nêu trên đòi hỏi chúng ta phải xem xét và đánh giá luật một cách toàn diện. Tôi nghĩ những quy định hình thức về luật không chỉ do toà án hay các cơ quan lập pháp xây dựng, mà còn là những quy định mềm dẻo - những yêu cầu về niềm yết và điều lệ hoạt động của mỗi đơn vị - có thể làm giảm các hành động vi phạm một cách hiệu quả. Tôi cũng nhớ các vấn đề liên quan đến cơ cấu xã hội mà không phải luật - luật chặt chẽ hay luật mềm dẻo- nhưng sẽ hỗ trợ, hay trong một số trường hợp thay thế cho các định chế mang tính hình thức. Một ví dụ điển hình là vai trò của việc công bố các hoạt động hiệu quả trong việc công khai các yêu cầu pháp lý độc lập.

Dựa trên những nội dung đề cập trong Sách Trắng của OECD, vấn đề không hiệu quả trong chế độ cổ đông kiểm soát ở châu Á không phải là báo cáo tiêu chuẩn về hành vi mang tính hình thức để kiểm soát cổ đông. Tất cả hệ thống đều cấm hành vi tự doanh. Hơn nữa, các vấn đề nảy sinh liên quan đến minh bạch hoá và thực thi. Ở nhiều nước, không yêu cầu Tổng công ty cung cấp các hoạt động giao dịch với một cổ đông kiểm soát và các đơn vị liên quan bao gồm các công ty khác trong một mô hình tổ chức hình tháp được kiểm soát, không quy định minh bạch hoá các vấn đề liên quan đến sự giống nhau của một đơn vị thuộc cổ đông kiểm soát. Trái lại, các “khoảng trống” quan trọng vẫn tồn tại trong quá trình thực hiện. Ở một số nước, việc nâng cao hiệu quả của các cổ đông - trực tiếp hay gián tiếp là không quy định. Thậm chí khi quy định các giải pháp cơ bản, có thể không đề cập đến việc khuyến khích thực hiện kiện tụng ban đầu hay hệ thống toà án có thể không thực thi pháp luật chính xác và có thể dự đoán được. Cuối cùng, trong luật pháp, giải pháp thực thi luật dựa trên những hoạt động pháp luật chứ không dựa trên các vụ kiện tụng cá nhân, có thể thiếu cả nguồn nhân lực và sự quyết tâm. Trong trường hợp này, việc cần thiết có những rào cản đối với hoạt động tự doanh để hỗ trợ một chế độ cổ đông kiểm soát hiệu quả hiện nay không quy định có các báo cáo tiêu chuẩn hình thức.

Thật là dễ và chính xác khi nói rằng các luật thông thường giúp cho việc thực thi cá nhân hiệu quả hơn và sẽ giúp nâng cao hiệu quả hoạt động và thời gian xử lý công việc của hệ thống toà án, cũng như nâng cao hiệu quả các cam kết và các quy định pháp lý. Tuy nhiên, những nhiệm vụ này thực hiện cũng không dễ dàng và nhanh chóng được. Đối với các mục tiêu thực tế - quản trị doanh nghiệp ngày càng hiệu quả hơn, vấn đề về chức năng chứ không phải là hình thức- phải tăng cường thực hiện cải cách, qua thời gian, việc thực hiện từng bước sẽ giúp nâng cao hiệu quả. Bây giờ chúng ta phải làm gì?

Tôi xin được trình bày một số suy nghĩ chung của tôi. Thứ nhất, tôi muốn quay lại đề cập tới việc hầu hết các nhà quản trị trong các Tổng công ty độc lập với cổ đông kiểm soát. Những ý kiến chung nhất đều bi quan khi đề cập đến các nhà quản lý độc lập trong chế độ cổ đông kiểm soát: thực tế đã chứng minh rằng cổ đông kiểm soát lựa chọn có hiệu quả các nhà quản lý độc lập và rằng các nhà quản lý độc lập hoạt động hiệu quả thì lại không phù hợp với

văn hoá doanh nghiệp châu Á. Các nhà quản lý độc lập tỏ ra hoạt động không hiệu quả khi đưa ra phương thức tự doanh của cổ đông kiểm soát. Tuy nhiên, các yêu cầu công khai về nghĩa vụ của nhà quản lý độc lập và yêu cầu minh bạch hoá liên quan đến công việc và xung đột lợi ích trong hoạt động của Tổng công ty có thể phù hợp với các thay đổi hợp lý và ổn định trong văn hoá quản trị doanh nghiệp theo quy định và điều này quyết định việc tham gia vào thị trường quốc tế đối với phần vốn góp bên ngoài, thậm chí thiếu các công cụ thực thi pháp luật hiệu quả. Ví dụ, Hàn Quốc là một trường hợp điển hình về việc này. Ban đầu tôi đã trao đổi về những kết quả tích cực đạt được trong quá trình đổi mới của Hàn Quốc về thành phần tham gia Hội đồng. Thực tế Tạp chí thời báo tài chính cho rằng việc ứng xử của các nhà quản lý độc lập đã trở thành một vấn đề mang tính thời sự hiện nay và các cổ đông bên ngoài đang gây nhiều áp lực về vấn đề quản lý để nâng cao hiệu quả quản trị và khép lại “chiết khấu Hàn Quốc” – giá trị thấp của các công ty trong nước so với các công ty quốc tế thể hiện rằng phải tiếp tục thực hiện cải cách để nâng cao hiệu quả các hợp đồng vốn góp hay bằng cách giảm “chiết khấu”, giảm các chi phí vốn góp bên ngoài. Mọi người tiên đoán rằng quá trình này sẽ tiếp tục phát triển. Các nhóm nhà quản lý độc lập có thể tự tạo ra nhu cầu cải cách hơn nữa.

Đảm bảo rằng, những cải cách trên không thể tự đến. Sách Trắng của OECD đã nhấn mạnh rằng nâng cao tiêu chuẩn công khai phải đi cùng với yêu cầu của đại đa số các nhà quản lý độc lập. Theo đánh giá của các phương tiện truyền thông quốc tế thì một số mô hình văn hoá doanh nghiệp có thể không ổn định. Việc hoạt động tự doanh công khai liên quan đến Hội đồng sẽ thu hút các ý kiến phản hồi coi là một quá trình thực thi pháp lý quan trọng thậm chí khi không các công cụ thực thi pháp lý thông thường có hiệu quả.

Hơn nữa, khi nhấn mạnh đến vai trò của của các nhà quản lý độc lập, đặc biệt khi điều này khác so với cách hiểu trước kia, sẽ mang lại nhiều lợi ích từ việc đào tạo các nhà quản lý và điều này được đề cập trong Sách Trắng của OECD. Một yêu cầu, có lẽ được quy định thông qua các điều kiện niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, là các nhà quản lý độc lập tham gia các khoá đào tạo do các trường Đại học hàng đầu tổ chức sẽ giúp cho các nhà quản lý độc lập nâng cao kỹ năng cần thiết cho công việc và giúp cho mọi người hiểu về vai trò quan trọng của họ trong công ty với cổ đông kiểm soát.

Một nội dung liên quan đến việc cải cách tối thiểu thông thường là các nhà quản lý độc lập có thể làm giảm lợi ích cá nhân theo quy định về cổ đông kiểm soát không hiệu quả. Một chiến lược đang theo đuổi có thể thực hiện được trong thời gian chờ đợi chiến lược dài hơi hơn, thậm chí có thể triển khai nhanh hơn bằng việc thực hiện các cải cách.

Giải pháp tiếp cận thứ hai là để thu hẹp phạm vi về lợi ích kiểm soát cá nhân trong hệ thống cổ đông kiểm soát không hiệu quả trong khi thực hiện chiến lược cải cách dài hơi. Cấm các lợi ích cá nhân đòi hỏi phải có một cơ chế để chuyển đổi các nguồn vốn lớn. Vì hoạt động thiếu minh bạch nên điều đó sẽ được tạo lập thông qua việc chuyển đổi kế hoạch giá của các đối tác với kiểm soát cổ đông - thuật ngữ thương mại được điều chỉnh để phù hợp với các đối tác. Do chính sách chuyển đổi giá là rất khó, ngay cả đối với các cơ quan thuế của các nước công nghiệp phát triển, chiến lược hiệu quả hơn là cần cấm một số hoạt động giao dịch đáng ngờ theo nội dung đã được đề cập trong Sách Trắng của OECD. Ví dụ, cấu trúc hình tháp có

một vấn đề tồn tại; những cuộc nghiên cứu gần đây cho thấy mức độ kiểm soát cá nhân tăng cao và có sự khác biệt giữa phần trăm kiểm soát cổ đông và vốn góp. Trong khi việc chuyển đổi giá và phân bổ đầu tư được quy định ở một nước với các công cụ thực thi pháp lý cá nhân và công cộng hiệu quả là hợp lý, trong giai đoạn trước khi việc thực hiện cấm các định chế bước đầu có thể là cần thiết.

Tóm lại, theo các nguyên tắc công khai và những cố gắng thay đổi nhận thức công việc của các nhà quản lý để phù hợp với các tiêu chuẩn quốc tế, yêu cầu đối với đa số các nhà quản lý độc lập có thể có ảnh hưởng lớn trong việc hạn chế các lợi ích tư nhân, thậm chí trước các nguyên tắc thực thi pháp luật thông thường có thể chịu đựng được các gánh nặng. Việc cấm các giao dịch đặc biệt dễ bị lợi dụng có thể có những tác động giống nhau. Do vậy, các chiến lược quản trị doanh nghiệp ngày càng đóng một vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường vốn trong khi các định chế thông thường đang ngày càng nâng cao năng lực thực hiện các lợi ích kiểm soát tư nhân.
