

Tạo ra giá trị cổ đông từ việc cải thiện quản trị doanh nghiệp

Ông Christopher Beselin, người sáng lập của quỹ đầu tư dài hạn công ty niêm yết, [Endurance Capital](#), chuyên đầu tư vào các cổ phiếu niêm yết tại Việt Nam. Ông và gia đình đã sống ở Việt Nam gần 15 năm qua, có kinh nghiệm thành lập và phát triển nhiều doanh nghiệp tại Việt Nam cũng như tại các nước Đông Nam Á.

Ông là CEO/ đồng sáng lập của hai doanh nghiệp thuộc top 20 thương vụ thoái vốn lớn nhất Đông Nam Á (Lazada Việt Nam và Intrepid). Ông cũng là người sáng lập doanh nghiệp Việt đầu tiên niêm yết trên sàn chứng khoán Nasdaq ở châu Âu (Fram). Ông Beselin đã dành phần lớn sự nghiệp của mình cho việc đầu tư dài hạn vào cổ phiếu các công ty đại chúng ở châu Âu và Đông Nam Á, và ông cũng từng là thành viên Hội Đồng Quản Trị (HĐQT) của một số công ty đại chúng, ví dụ như VNDirect tại Việt Nam. Từ những kinh nghiệm của mình, ông Christopher Beselin đã có những chia sẻ về việc tạo ra giá trị cho cổ đông thông qua cải thiện quản trị doanh nghiệp.

Với ông, thế nào là một doanh nghiệp được quản trị tốt?

Trên thế giới, các khuôn khổ về quản trị công ty đại chúng đã được triển khai và chúng khá tương đồng. Một doanh nghiệp được quản trị tốt thật ra rất đơn giản. Đó là xây dựng một hệ thống nhằm đảm bảo công ty được quản trị vì lợi ích cao nhất của tất cả cổ đông, với mục tiêu tối ưu hóa giá trị.

Về mặt lý thuyết, vấn đề giữa Người Ủy Nhiệm (Principal) và Người Thừa Hành (Agent) là một thách thức chính trong quản trị doanh nghiệp với bài toán: “Làm thế nào để tôi (“Người Ủy Nhiệm”) có thể ủy thác cho một người (“Người Thừa Hành”) điều hành khoản đầu tư/vốn/cổ phần của tôi?”. Thật không may, các công ty thường bị chi phối bởi một số nhóm lợi ích (ví dụ: ban điều hành (BDH), một số thành viên HĐQT, một hoặc một số cổ đông nhất định).

Trong những trường hợp này, các cổ đông thiểu số (những người đã tin tưởng và ủy thác cho HĐQT và BDH điều hành công ty, quản lý vốn đầu tư của họ) thường phải chịu thiệt hại – nhiều khi là những thiệt hại rất lớn và phải nhìn giá trị công ty suy giảm ngay trước mắt mình.

- Tôi hiểu. Nhưng trong một công ty đại chúng quy mô lớn thì sẽ áp dụng thế nào?

Mục tiêu là xây dựng một hệ thống quản lý có thể đảm bảo với những cổ đông thiểu số (ví dụ: người tích lũy cổ phiếu dài hạn hoặc nhân viên công ty, những người biết rất ít về việc điều hành một công ty và chỉ sở hữu 10 cổ phiếu hoặc 0,000001% cổ phần) rằng công ty được điều hành như thể họ sở hữu 100% và rằng HĐQT cùng BDH tập trung vào lợi ích và giá trị dài hạn của họ.

Điều này đòi hỏi cổ đông bầu ra một HĐQT mang tính đại diện (HĐQT không bị chi phối bởi 1 hoặc 2 cổ đông lớn với những lợi ích cá nhân riêng biệt), sau đó, HĐQT sẽ bổ nhiệm BDH và BDH sẽ được khen thưởng dựa trên cơ chế khuyến khích để họ đem lại hiệu quả cao nhất cho toàn thể cổ đông (bao gồm cả những cổ đông thiểu số, thường là nhóm đông nhất).

Ngược lại, các doanh nghiệp được điều hành vì lợi ích của một hoặc một số cổ đông lớn đang bỏ qua lợi ích chung của phần lớn những cổ đông của họ, những người tích lũy dài hạn.

- Đây đúng là những kiến thức hữu ích, nhưng ông có ví dụ thực tiễn nào tại thị trường Việt Nam không?

Tôi tin rằng có rất nhiều ví dụ như vậy ở Việt Nam cũng như các thị trường khác – còn rất nhiều việc phải làm để gia tăng giá trị cho những cổ đông thiểu số.

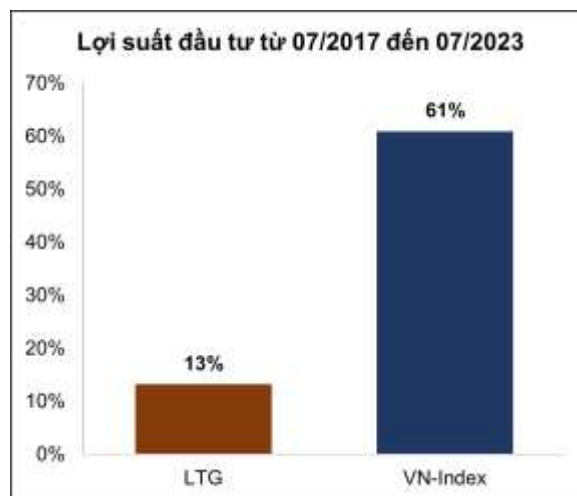
Lấy ví dụ tại Lộc Trời (LTG), một công ty nông nghiệp có trụ sở chính tại An Giang, một trong những tỉnh có sản lượng lúa cao nhất cả nước. Về cốt lõi, công ty này là một doanh nghiệp nông nghiệp hàng đầu nhưng chưa được định giá đúng do những giới hạn về quản trị. Nếu đi đúng hướng, Lộc Trời thậm chí còn có tiềm năng vươn tầm quốc tế trong hoạt động kinh doanh.

Lộc Trời có tham vọng nâng cao chất lượng cuộc sống và thu nhập của người nông dân qua việc phát triển chuỗi giá trị nông nghiệp toàn diện, tự động hóa và bền vững từ nghiên cứu, sản xuất, kinh doanh, đến xuất khẩu nông sản. Đây cũng là một trong số ít những doanh nghiệp sản xuất lúa gạo bền vững đáp ứng được những tiêu chuẩn khắt khe của các thị trường khó tính (Nhật Bản, Mỹ, châu Âu, Úc).

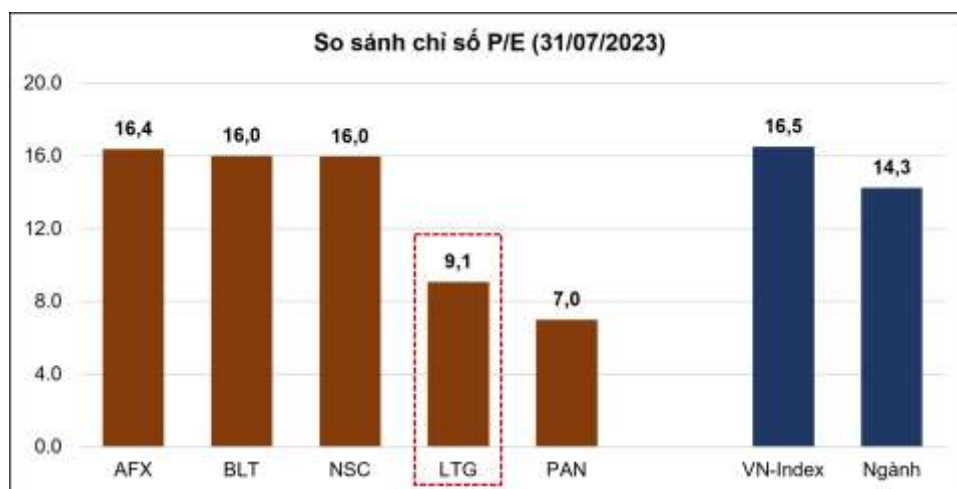


Lộc Trời đã dần hoàn thiện mô hình kinh doanh và đạt được những bước tiến đáng kể: từ một nhà phân phối, công ty dần chuyển sang sản xuất các sản phẩm bảo vệ thực vật và phát triển thành doanh nghiệp xuất khẩu gạo hàng đầu, đặc biệt là gạo cao cấp tại các nước phát triển.

Tuy vậy, cổ phiếu LTG không phản ánh được những thành công này khi liên tục bị đánh giá thấp. Kể từ phiên giao dịch đầu tiên trên UPCOM vào 24/07/2017 đến 31/07/2023, LTG tăng 13% trong khi VN-Index tăng 61%. Như vậy, một người tích lũy dài hạn, khi đặt niềm tin vào HĐQT và BDH của Lộc Trời suốt sáu năm qua, đạt lợi suất thấp hơn 48% so với lợi suất của thị trường (VN-Index).



Endurance Capital gần đây đã trở thành một trong bốn cổ đông lớn nhất của Lộc Trời. Theo những chỉ số định giá cơ bản (ví dụ: chỉ số P/E), LTG đang bị định giá thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành và thị trường chung. Nếu LTG đạt được mức P/E của ngành, giá trị đầu tư của các cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số, sẽ tăng đến 60% so với hiện tại. Một con số ấn tượng!



Theo nhận định, cổ phiếu LTG rất có tiềm năng tăng giá, nhưng khả năng tăng trưởng này đang bị hạn chế, đặc biệt với các cổ đông thiểu số, bởi các lý do chính sau đây:

Cổ phiếu đang giao dịch trên UPCOM (dù đã nhiều lần hứa hẹn chuyển sàn từ ĐHĐCĐ 2019). UPCOM chỉ phù hợp với những công ty có quy mô nhỏ hơn nhiều so với LTG, có thanh khoản kém, khó thu hút được nguồn vốn của các tổ chức tài chính, được định giá thấp, với các quy định lỏng lẻo hơn so với HOSE. Việc chuyển sàn của LTG đã bị trì hoãn nhiều lần với những nguyên nhân không thuyết phục. Cả công ty và cổ đông có vẻ đều đồng tình rằng việc chuyển sàn sẽ giúp giá trị công ty gia tăng đáng kể. Vì sao việc này lại liên tục bị trì hoãn suốt 5 năm qua?

HĐQT và BĐH không chú trọng việc đối thoại với cổ đông, dù nhỏ hay lớn. Endurance Capital đã gửi một bức thư 12 trang đề xuất lộ trình cụ thể để giúp vốn hóa công ty tăng thêm 65-85 triệu USD (tương đương mức tăng trưởng khoảng 75-95% tại thời điểm đó). Dù đã nhiều lần nhắc đến bức thư này với thành viên BĐH cũng như HĐQT, Endurance Capital vẫn chưa nhận được phản hồi chính thức dù đã 4 tháng trôi qua. Việc công ty chần chừ không phản hồi cổ đông chắc chắn sẽ có tác động tiêu cực đến cách nhà đầu tư nhìn nhận công ty. Một doanh nghiệp càng ít tương tác, phản hồi nhà đầu tư thì sẽ càng có nhiều nhà đầu tư và cổ đông bỏ qua cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Điều này đã khiến nhà đầu tư hiểu chưa đúng về doanh nghiệp và khiến LTG bị định giá thấp hơn giá trị thực.

Để phát triển thành một doanh nghiệp mang tầm quốc tế, đặc biệt là trong mảng gạo cao cấp, Lộc Trời cần nguồn vốn lớn. Thật không may, do Lộc Trời hiện đang bị định giá thấp, chủ yếu vì hai nguyên nhân mà tôi đã nêu trên, cổ đông công ty sẽ bị pha loãng đáng kể nếu công ty tăng vốn. Do cổ phiếu giao dịch trên UPCOM cùng hoạt động quan hệ nhà đầu tư thiếu chuyên nghiệp và nhất quán, giá trị thị trường hiện tại của LTG chỉ bằng một nửa giá trị thực. Nghĩa là, bất kỳ đợt tăng vốn nào cũng sẽ dẫn đến mức pha loãng gấp đôi mức cần thiết đối với các cổ đông nhỏ lẻ. Điều này thật sự gây sốc và có thể là lý do công ty đang phải dựa vào đòn bẩy tài chính để tăng trưởng. Hiện tại, công ty đang ghi nhận khoản nợ vay khoảng 4.000 tỷ VNĐ, khiến lợi nhuận bị bào mòn, đặc biệt khi lãi suất tăng cao.

Mặc dù LTG đã có những bước chuyển mình thành công, việc HĐQT thiếu quan tâm đến nhà đầu tư, hệ thống quản trị, và quá trình chuyển sàn, đã khiến LTG phải chịu áp lực nợ vay trong khi khó có thể huy động vốn cổ phần tại một mức định giá hợp lý. Tuy nhiên, công ty có thể cải thiện tình hình này

bằng chiến lược tập trung gia tăng giá trị cổ đông và một HĐQT sẵn sàng đón nhận những quan điểm từ bên ngoài.

Cám ơn ông với những chia sẻ đầy chi tiết. Vậy một công ty cần làm gì để đạt được sự đồng thuận về lợi ích giữa các bên?

Tất cả cổ đông đều có mục tiêu chung là gia tăng giá trị công ty, vì lợi ích của tất cả cổ đông và các bên liên quan khác mà không bị ảnh hưởng bởi thời gian nắm giữ hay lộ trình thoái vốn của một số cổ đông lớn. Để đạt được điều này, Lộc Trời cần cải thiện các hoạt động quan hệ nhà đầu tư, chuyển sàn sang HOSE (với những tiêu chuẩn nghiêm ngặt và khả năng tiếp cận nguồn vốn từ các tổ chức tốt hơn), và từ đó tăng vốn để giảm mức vay nợ.

Endurance Capital đã dành thời gian để trình bày chi tiết việc thực hiện những điều trên trong bức thư gửi công ty. Endurance Capital khá thất vọng vì đến nay vẫn chưa nhận được phản hồi và mong đợi nhiều hơn thế từ HĐQT và BĐH. Mặt khác, chỉ cần công ty nỗ lực một chút và cải thiện những điểm đã được cổ đông đề xuất (những điểm này không hề tốn kém), giá trị công ty có thể đạt được mức tăng trưởng 80-100%.

Như các cổ đông đã đề cập trong thư, họ sẵn sàng hỗ trợ công ty bằng cả thời gian và nguồn vốn để đạt được điều này. Nhưng, như tất cả những dự án thành công khác, nó cần được bắt đầu bằng một cuộc đối thoại thẳng thắn.