

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP HỒ CHÍ MINH

---oOo---

MAI VŨ THẢO

CÁC PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP
PHỤC VỤ CÔNG TÁC CỔ PHẦN HÓA VÀ CHUYỂN GIAO
DOANH NGHIỆP

Chuyên ngành : Tài chính Doanh nghiệp

Mã số : 5.02.09

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC

TIẾN SĨ: NGUYỄN TẤN HOÀNG.

TP HỒ CHÍ MINH – Năm 2004

MỤC LỤC

MỤC LỤC	I
DANH MỤC SƠ ĐỒ VÀ BẢNG BIỂU	III
MỞ ĐẦU	1
1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI	1
2. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU	2
3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	3
4. Ý NGHĨA CỦA LUẬN VĂN	3
CHƯƠNG 1: NHỮNG LÝ LUẬN CƠ BẢN	4
1.1. TỔNG QUÁT VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP	4
1.2. NHỮNG NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP.	4
1.2.1. Nhân tố tâm lý:	4
1.2.2. Nhân tố kinh tế:	6
1.2.3. Nhân tố vật chất:	6
1.3. ĐỐI TƯỢNG CẦN ĐỊNH GIÁ.	8
1.4. NHỮNG PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP PHỔ BIẾN TRÊN THẾ GIỚI.	8
1.4.1. Phương pháp vốn hoá thu nhập (Capitalization of Earnings)	8
1.4.2. Phương pháp số dôi thu nhập (Excess Earning Method)	9

III

1.4.3. Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Cash Flow Method)	10
1.4.4. Định giá tài sản cố định hữu hình (Tangible Asset Method)	11
1.4.5. Phương pháp chi phí thành lập hoạt động (Cost to create approach).	11
1.4.6. Phương pháp tính giá trị theo kinh nghiệm (Rule of thumb method).	12
1.4.7. Phương pháp tính theo giá tài sản vô hình hiện hữu (Value of Specific Intangible Assets).	13
1.4.8. Phương pháp định giá theo quyền chọn (Option Pricing Methods).	15
1.4.8.1 Quyền chọn tài sản:	17
1.4.8.2 Phân loại quyền chọn tài sản:	19
a) Quyền chọn từ bỏ:	19
b) Quyền chọn trì hoãn phát triển:	20
c) Quyền chọn mở rộng:	21
d) Quyền chọn thu hẹp:	22
e) Quyền chọn thay đổi (Switching options)	23
1.4.9. Phương pháp giá trị kinh tế gia tăng (Economic value added).	24
1.5. CÁC BƯỚC TRONG QUY TRÌNH ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP.	29
1.6. NHỮNG YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN GIÁ BÁN CUỐI CÙNG.	31

IV

1.6.1. Rủi ro và chi phí sử dụng vốn.	31
1.6.2. Tính chất thị trường của doanh nghiệp.	31
1.6.3. Quyền kiểm soát doanh nghiệp.	32
1.6.4. Phương pháp phát hành cổ phiếu.	32
1.6.5. Kỹ năng thương lượng.	33
CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM	34
2.1. NHU CẦU ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM.	34
2.1.1. Định giá để cổ phần hoá:	34
2.1.2. Định giá chuyển giao:	35
2.2. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CHUYỂN SANG CỔ PHẦN HÓA THEO HƯỚNG DẪN CỦA THÔNG TƯ SỐ 79/2002/TT-BTC NGÀY 12/09/2002 CỦA BỘ TÀI CHÍNH.	36
2.2.1. Quan điểm chỉ đạo của Đảng và Nhà nước đối với chủ trương cổ phần hóa trong thời gian qua.	36
2.2.2. Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo giá trị tài sản.	39
2.2.2.1 Đối tượng áp dụng.	39
2.2.2.2 Giá trị thực tế của Doanh nghiệp.	39
a) Đối với tài sản là hiện vật:	40
b) Đối với tài sản bằng tiền:	41
c) Đối với các khoản nợ phải thu:	41

d) Đối với các khoản chi phí dở dang	42
e) Đối với tài sản ký cược, ký quỹ ngắn hạn và dài hạn	42
f) Đối với tài sản vô hình (nếu có)	42
g) Đối với các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn	42
h) Đối với tài sản là góp vốn liên doanh với nước ngoài:	42
i) Đối với doanh nghiệp có lợi thế kinh doanh	43
j) Về giá trị quyền sử dụng đất	44
k) Giá trị các tài sản khác (nếu có)	45
2.2.2.3 Xác định giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp:	46
2.2.3. Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo dòng tiền chiết khấu (phương pháp DCF).	46
2.2.3.1 Đối tượng áp dụng.	46
2.2.3.2 Căn cứ xác định:	46
2.2.3.3 Xác định giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp.	47
2.2.3.4 Phần chênh lệch tăng giữa vốn Nhà nước thực tế để cổ phần hóa với vốn Nhà nước ghi trên sổ kế toán:	49
2.2.3.5 Giá trị thực tế của Doanh nghiệp:	49
2.2.4. Phụ lục 4: ví dụ minh họa	49

2.2.4.1	Ví dụ 1:	49
2.2.4.2	Ví dụ 2:	53
2.3.	NHỮNG YẾU TỐ CƠ BẢN TẠO THÀNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Ở NƯỚC TA.	56
2.3.1.	Giá trị tài sản cố định thấp:	56
2.3.2.	Giá trị thương hiệu.	56
2.3.3.	Tỷ suất sinh lợi vốn đầu tư, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp nhà nước thấp.	57
2.3.4.	Khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp nhà nước thấp:	57
2.3.5.	Quản lý vốn lỏng lẻo, tỷ lệ nợ xấu, nợ không có khả năng thu hồi rất cao:	58
2.4.	NHỮNG THIẾU SÓT CƠ BẢN KHI XÂY DỰNG CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở NƯỚC TA.	58
2.4.1.	Phương pháp định giá không bao quát hết các loại hình doanh nghiệp có các đặc điểm kinh tế kỹ thuật khác nhau.	59
2.4.2.	Kỹ thuật định giá còn quá đơn giản và khó chính xác.	59
2.4.3.	Các báo cáo tài chính không phản ánh thực chất tình trạng hoạt động và hiệu quả của doanh nghiệp. Hệ thống thông tin thống kê quá sơ sài và ít tin cậy.	60
2.4.4.	Thiếu hệ thống phương pháp luận định giá doanh nghiệp và chuyên gia lành nghề.	61

2.4.5. Thiếu thị trường chứng khoán hiệu quả làm thông tin phản hồi để xác định giá doanh nghiệp.	61
2.4.6. Thiếu thông tin thị trường:	62
CHƯƠNG 3: MỘT SỐ GIẢI PHÁP ĐỂ HOÀN THIỆN CÔNG TÁC ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM	63
3.1. XÂY DỰNG CÁC QUY ĐỊNH PHÁP LÝ HOÀN CHỈNH VỀ HOẠT ĐỘNG ĐỊNH GIÁ, NHẤT LÀ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ QUYỀN SỬ DỤNG ĐẤT, GIÁ TRỊ CỦA THƯƠNG HIỆU.	63
3.2. NÂNG CAO TÍNH HIỆU QUẢ CỦA HỆ THỐNG THỐNG KÊ. CÁC SỐ LIỆU THỐNG KÊ VỀ NỀN KINH TẾ PHẢI CÓ KHẢ NĂNG TIN CẬY VÀ CÓ TÍNH MINH BẠCH CAO.	64
3.3. PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN LÀM CƠ SỞ ĐỂ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT.	65
3.4. XÂY DỰNG MỘT ĐỘI NGŨ CÁC NHÀ THẨM ĐỊNH GIÁ CÓ NĂNG LỰC VÀ CHUYÊN NGHIỆP.	67
3.5. XÂY DỰNG HOÀN CHỈNH HỆ THỐNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH KẾ TOÁN MINH BẠCH VÀ CHÍNH XÁC TẠI DOANH NGHIỆP	68
3.6. XÂY DỰNG LỘ TRÌNH ÁP DỤNG CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ Ở VIỆT NAM.	71
KẾT LUẬN.	74
TÀI LIỆU THAM KHẢO	75

VIII

PHỤ LỤC 1: MỘT SỐ THÍ DỤ VỀ CÁCH TÍNH TOÁN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP.	76
1.1. PHƯƠNG PHÁP VỐN HOÁ THU NHẬP (CAPITALIZATION OF EARNINGS)	76
1.2. PHƯƠNG PHÁP SỐ DÔI THU NHẬP (EXCESS EARNING METHOD)	77
1.3. PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (CASH FLOW METHOD)	79
1.4. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ THEO QUYỀN CHỌN (OPTION PRICING METHODS).	80
1.4.1. SO SÁNH CÁC PHƯƠNG PHÁP QUYẾT ĐỊNH	80
1.4.2. ỨNG DỤNG ĐỊNH GIÁ QUYỀN CHỌN TRONG DỰ ÁN CỦA GLAXOSMITHKLINE.	90
1.5. PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ KINH TẾ GIA TĂNG (ECONOMIC VALUE ADDED)	98
PHỤ LỤC 2: TRÍCH ĐỀ ÁN CỔ PHẦN HÓA CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI GÒN.	101
2.1. TÌNH HÌNH CHUNG CỦA DOANH NGHIỆP	101
2.1.1. LỊCH SỬ HÌNH THÀNH:	101
2.1.2. VỐN KINH DOANH:	101
a) Phân theo cơ cấu vốn: 20.783.084.732 đồng.	102
b) Phân theo nguồn vốn:	102

2.1.3. CƠ CẤU TỔ CHỨC:	102
a) Ban Giám đốc:	102
b) Phòng nghiệp vụ:	102
c) Xí nghiệp trực thuộc: 5 đơn vị.	103
2.1.4. SƠ ĐỒ TỔ CHỨC CÔNG TY GARMEX SAIGON:	103
2.1.5. CHỨC NĂNG VÀ MỤC TIÊU KINH DOANH:	104
2.1.6. QUÁ TRÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH:	104
a) Kết quả sản xuất kinh doanh từ năm 1999 đến 2002:	104
b) Phân tích đánh giá hoạt động sản xuất kinh doanh.	105
2.2. PHƯƠNG HƯỚNG PHÁT TRIỂN SXKD TỪ 2003 ĐẾN 2005	109
2.2.1. MỤC TIÊU:	110
2.2.2. ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN	111
a) Về đầu tư:	111
b) Về ngành hàng, mặt hàng:	112
c) Về công tác đối ngoại và thị trường:	112
d) Công tác tổ chức quản lý sản xuất.	114
e) Vốn và hiệu quả sử dụng vốn:	114
2.3. PHƯƠNG ÁN CỔ PHẦN HOÁ	118
2.3.1. MỤC TIÊU CỔ PHẦN HÓA:	118

2.3.2. ĐIỀU KIỆN ĐỂ CỔ PHẦN HÓA:	118
2.3.3. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP:	119
2.3.4. HÌNH THỨC CỔ PHẦN HÓA:	120
2.3.5. MỆNH GIÁ VÀ SỐ LƯỢNG CỔ PHIẾU PHÁT HÀNH:	120
2.3.6. TÍNH CHẤT CỔ PHIẾU VÀ CÔNG THỨC PHÁT HÀNH:	121
2.3.7. ĐỐI TƯỢNG VÀ KẾ HOẠCH BÁN CỔ PHẦN:	121
2.3.8. PHƯƠNG ÁN ĐÀO TẠO LẠI	122
2.3.9. CHI PHÍ CỔ PHẦN HÓA DỰ KIẾN:	122
2.3.10. DỰ KIẾN HOÀN VỐN NHÀ NƯỚC:	123
2.4. TỔ CHỨC THỰC HIỆN PHƯƠNG ÁN ĐƯỢC DUYỆT	123
PHỤ LỤC 3: BIÊN BẢN XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI:	125
3.1. Ý KIẾN VÀ CÁC VẤN ĐỀ XỬ LÝ	127
3.1.1. Nhà xưởng:	127
3.1.2. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn:	127
3.1.3. Nợ phải thu 3.158.188.208 đồng của công ty Bebe (Đài Loan):	128
3.1.4. Khoản âm quỹ khen thưởng, phúc lợi: - 4.483.744.488 đồng:	129
3.1.5. Tài sản cố định và tài sản lưu động kém, mất phẩm chất chờ thanh lý: 2.579.417.206 đồng	129
3.1.6. Về lợi thế kinh doanh: Không có lợi thế kinh doanh	130

3.2. BẢNG KÊ TÀI SẢN CỦA CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI GÒN	130
3.2.1. Tài sản thanh lý không còn giá trị còn lại:	134
3.2.2. Xử lý quỹ khen thưởng phúc lợi âm:	134
3.3. NGUYÊN NHÂN TĂNG GIẢM:	134
3.4. KẾT LUẬN:	135
3.4.1. Tổng giá trị thực tế của Doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị Doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001: 42.671.982.213 đồng.	135
3.4.2. Đối với khoản tài sản kém, mất phẩm chất chờ thanh lý không tính vào giá trị doanh nghiệp là: 2.579.417.206 đồng.	135
3.5. NHẬN XÉT VÀ KIẾN NGHỊ:	136
3.5.1. Nợ phải thu Công ty Bebe (Đài Loan) đến 31/12/2001 là 3.158.188.208 đồng.	136
3.5.2. Khoản âm quỹ khen thưởng phúc lợi sau khi xử lý giảm vốn nhà nước 684.610.000 đồng.	137

DANH MỤC SƠ ĐỒ VÀ BẢNG BIỂU

Sơ đồ 1.1: Quyền chọn từ bỏ	20
Sơ đồ 1.2: Quyền chọn trì hoãn phát triển	21
Sơ đồ 1.3: Quyền chọn mở rộng	22
Sơ đồ 1.4: Quyền chọn thu hẹp	23
Sơ đồ 1.5: Quyền chọn thay đổi	24
Bảng 2.1: Tỷ suất sinh lợi trên vốn nhà nước.	57

MỞ ĐẦU

1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

Trong quá trình cải cách và hội nhập kinh tế của nước ta, nhằm tăng cường khả năng cạnh tranh của khối doanh nghiệp nhà nước trong hoạt động kinh doanh, yêu cầu cần phải đẩy mạnh cổ phần hoá khối doanh nghiệp này, đa dạng hoá các hình thức sở hữu vốn. Nhưng quá trình này diễn ra còn chậm chạp, chưa đạt yêu cầu trong thời gian qua. Một trong những lý do chủ yếu khiến quá trình này bị chậm là chúng ta không thể xác định được giá trị của các doanh nghiệp này một cách hợp lý, mà để mua bán một tài sản thì giá cả của đối tượng phải được hình thành trên cơ sở thoả thuận giữa người mua và người bán.. Từ đó, nhu cầu cần phải xác định giá trị của một doanh nghiệp để tiến hành cổ phần hóa, bán cổ phần để huy động vốn cho các mục tiêu phát triển đất nước, hoặc chuyển nhượng phần hùn vốn giữa các bên trong công ty liên doanh ngày một nhiều và cấp thiết.

Xuất phát từ nhu cầu đó, tác giả đã thực hiện đề tài “**CÁC PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP PHỤC VỤ CÔNG TÁC CỔ PHẦN HÓA VÀ CHUYỂN GIAO DOANH NGHIỆP**” với mong muốn trình bày một số phương pháp định giá doanh nghiệp phổ biến trên thế giới, và khả năng áp dụng, ứng dụng các phương pháp này ở Việt Nam trong điều kiện đặc thù của nền kinh tế chúng ta.

Cũng lưu ý rằng, có rất nhiều lý do để định giá một doanh nghiệp. Nhiều doanh nghiệp cần phải định giá vì lý do thừa kế, tính số thuế phải đóng, tăng vốn

đóng góp .v.v. Luận văn này chỉ đề cập giới hạn đến vấn đề định giá doanh nghiệp nhằm mục đích chuyển giao và cổ phần hoá.

2. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU

Mục đích chủ yếu mà đề tài muốn giải quyết là tìm ra một phương pháp xác định giá của một doanh nghiệp tối ưu sao cho người mua và người bán đều hài lòng, và các yếu tố tác động đến giá bán và chuyển giao một doanh nghiệp, đồng thời nêu ra một số chương ngại thường gặp khi tiến hành định giá Doanh nghiệp và coi đó như là bài học kinh nghiệm cho chính sách cổ phần hoá của nước ta. Trên cơ sở đó đề ra những giải pháp thiết thực cho công tác thẩm định giá phục vụ thực hiện chính sách cổ phần hoá và chuyển giao trong quá trình cải cách hiệu quả hoạt động của đồng vốn trong các Doanh nghiệp Nhà nước và hội nhập kinh tế.

Đặt vấn đề định giá doanh nghiệp sao cho phù hợp với các quy luật của nền kinh tế thị trường là mục đích nghiên cứu chính của đề tài, do vậy đề tài đã nhằm các các mục tiêu sau:

- Cho thấy sự cần thiết của công tác thẩm định giá.
- Trình bày những chương ngại thường gặp phải khi thực hiện xác định giá trị doanh nghiệp và thực trạng công tác định giá Doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay
- Đề xuất những biện pháp để nâng cao hiệu quả và hoàn thiện công tác định giá ở Việt Nam.
- Xác định các phương pháp định giá Doanh nghiệp phù hợp với tình hình Việt Nam

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Phương pháp nghiên cứu vận dụng xuyên suốt trong đề tài này là phương pháp phương pháp luận duy vật biện chứng, và duy vật lịch sử. Ngoài ra đề tài còn sử dụng các phương pháp nghiên cứu khác như: liệt kê, so sánh và minh họa, kết hợp với phương pháp phân tích nhằm nêu lên phương pháp định giá phổ biến trên thế giới; những thành tựu, những hạn chế, sự kế thừa và phát triển của hoạt động định giá của Việt Nam hiện nay. Bên cạnh đó, đề tài cũng sử dụng phương pháp đối chiếu, vận dụng một số lý thuyết để giải thích những hiện tượng kinh tế từ đó đưa ra các đề xuất thỏa đáng.

4. Ý NGHĨA CỦA LUẬN VĂN

Chúng ta thực hiện công tác thẩm định giá trị doanh nghiệp trong điều kiện nền kinh tế còn đang ở trình độ phát triển thấp, chưa ổn định, các số liệu thống kê của nền kinh tế nói chung, của bản thân doanh nghiệp nói riêng nhìn chung chưa đầy đủ và còn kém tin cậy

Luận văn đã tổng kết, phân tích quá trình thực hiện công tác định giá để phục vụ công tác cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước và chuyển giao phần góp vốn liên doanh giữa các bên hợp tác kinh doanh trong thời gian qua ở nước ta, đồng thời rút ra những thành tựu đạt được cũng như những tồn tại cần giải quyết. Từ đó tác giả đã đề xuất những giải pháp và định hướng góp phần thiết thực cho hoạt động định giá trong thời gian tới nhằm giúp cho chính sách cổ phần hoá được thực thi mạnh mẽ hơn, đáp ứng với mong muốn của Nhà nước về nâng cao hiệu quả sử dụng của vốn Ngân sách nhà nước, tăng hiệu quả hoạt động của khối Doanh nghiệp Nhà nước.

CHƯƠNG 1: NHỮNG LÝ LUẬN CƠ BẢN

1.1. TỔNG QUÁT VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Định giá doanh nghiệp là sự kết hợp giữa nghệ thuật và khoa học. Mục tiêu cuối cùng là doanh nghiệp sẽ có giá trị sao cho có người mua sẵn lòng trả tiền để có nó. Tuy vậy, có rất nhiều cách thức để tính toán một giá đúng đắn. Thông thường người ta sẽ tính giá trị doanh nghiệp theo nhiều cách khác nhau, và được nhiều kết quả khác nhau, sau đó họ sẽ lấy giá trị trung bình của các kết quả khác nhau này.

Việc đánh giá về mặt tài chính có quan hệ tới doanh nghiệp như vật trao đổi giữa người mua và người bán dựa trên một thị trường có tổ chức (ví dụ thị trường chứng khoán) mà giá cả tùy thuộc vào khả năng kiếm được lợi nhuận trong việc sản xuất sản phẩm và cung cấp dịch vụ của bản thân doanh nghiệp.

Định giá có thể liên quan đến doanh nghiệp trong nhiều thời điểm khác nhau của chính đời sống của doanh nghiệp: Từ giai đoạn lập dự án, thành lập doanh nghiệp; giai đoạn hoạt động; giai đoạn thanh lý, giải thể. Tuy nhiên, thường thì việc định giá xảy ra vào lúc có chuyển nhượng quyền sở hữu của một doanh nghiệp đang hoạt động, nghĩa là một doanh nghiệp đã có một quá khứ cụ thể hóa bằng một sở hữu tài sản, nhưng cũng đảm bảo được một tương lai.

1.2. NHỮNG NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP.

1.2.1. Nhân tố tâm lý:

Phổ biến nhất trong các nhân tố tâm lý ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp là nhân tố tiếng tăm tốt của doanh nghiệp đang có. Người mua sẽ chấp nhận trả một giá cao hơn hẳn giá trị kinh tế của bản thân của cải, tài sản, bởi vì một uy tín

hoặc danh tiếng nào đó đã tác động đến sự quyết định của anh ta. Tuy nhiên, việc này vẫn giữ một dáng vẻ kinh tế vì người mua tin rằng họ thấy có mối quan hệ rất rõ ràng giữa tiếng tăm tốt của tài sản và lợi ích kinh tế mà tài sản này mang lại. Một ví dụ khác do nhân tố tâm lý tác động đến giá trị doanh nghiệp là tiếng tăm của người chủ hoặc người điều hành doanh nghiệp này. Giá trị doanh nghiệp chắc chắn sẽ thay đổi khi người điều hành rất có tiếng tăm này không tiếp tục điều hành doanh nghiệp nữa.

Thái độ ủng hộ của người thứ 3 như các nhà cung cấp vật tư, tổ chức xã hội, cơ quan của nhà nước cũng là một yếu tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Một doanh nghiệp đã có sẵn nhiều mối quan hệ tốt đương nhiên là được định giá cao hơn hẳn một doanh nghiệp không có yếu tố này. Vì được nhiều người ủng hộ đồng nghĩa với khả năng có nhiều đối tác, có nhiều khách hàng .v.v.

Thái độ nóng lòng muốn mua hay muốn bán của các bên cũng tác động đến giá bán của doanh nghiệp. Người mua sẵn lòng trả một giá cao hơn khi mong muốn có được doanh nghiệp. Và người bán có thể chấp nhận một giá trị thu về thấp hơn bình thường khi mong muốn nhanh chóng bán đi doanh nghiệp của mình. Chúng ta cũng dễ dàng thấy rằng một tài sản sẽ có giá rất rẻ (thậm chí là giá thanh lý), khi người chủ buộc phải bán tài sản này để thanh toán các khoản nợ thiếu hụt của mình.

Bầu không khí của quá trình đàm phán: Một quá trình đàm phán suôn sẻ, thuận lợi sẽ dễ dàng phản ánh đúng giá trị của doanh nghiệp được chuyển nhượng. Và giá trị chuyển nhượng có thể không phản ánh đúng giá trị kinh tế mà nó mang lại cho chủ sở hữu khi được đàm phán trong không khí bị ép buộc, không thuận lợi,

hoặc chủ sở hữu có tiềm lực tài chính dồi dào và sẵn lòng chờ đợi một người mua khác trả một giá cao hơn.

Vấn đề marketing, đánh bóng doanh nghiệp: Người mua chắc chắn sẽ trả một giá cao hơn cho tổng tài sản của doanh nghiệp khi họ được người mua giới thiệu đầy đủ các lợi ích mà doanh nghiệp này có thể đem lại. Chủ sở hữu có thể bán được doanh nghiệp của mình với giá cao khi tiếp thị được với nhiều người quan tâm tới việc mua nó. Điều này cũng tương tự như việc gia tăng nhu cầu của một hàng hoá nào đó trong điều kiện các nhân tố khác không thay đổi, và giá sẽ tăng trong trường hợp này.

1.2.2. Nhân tố kinh tế:

Yếu tố hàng đầu của nhân tố này là sự độc quyền. Vì khả năng độc quyền chắc chắn sẽ mang lại một khoản lợi nhuận siêu ngạch cho chủ sở hữu, và thông thường thì sự độc quyền cũng đồng nghĩa với khả năng tồn tại lâu dài.

Mối quan hệ về sản phẩm: Thông thường người mua sẽ trả giá cao hơn nếu doanh nghiệp đem bán có những sản phẩm cạnh tranh và \ hoặc hỗ trợ cho sản phẩm của người mua. Ví dụ người mua là nhà sản xuất bánh kẹo sẽ sẵn lòng mua một xí nghiệp sản xuất đường và bột với giá cao một chút, đổi lại họ có khả năng giảm bớt được chi phí sản xuất và hạ giá thành sản phẩm.

Thêm nữa, một doanh nghiệp có hệ thống phân phối rộng khắp và tổ chức nhân sự tốt cũng thường được định giá cao hơn bình thường. Do việc nắm giữ doanh nghiệp này chắc chắn sẽ ít rủi ro và đạt được hiệu quả tốt.

1.2.3. Nhân tố vật chất:

Giá trị để hình thành các tài sản: Thông thường người ta căn cứ vào bảng cân đối kế toán để xác định giá trị này. Chúng bao gồm tất cả các chi phí liên quan đến việc hình thành tài sản này như nguyên giá, chi phí chuyên chở lắp đặt, chi phí vận hành thử .v.v.

Giá trị bị thanh lý: Là hậu quả của việc công ty bị bắt buộc phải bán tài sản thanh lý. Lúc đó, tài sản có nguy cơ rất lớn bị ép giá và phải bán đổ bán tháo.

Giá trị thanh lý và phế thải: chỉ giá trị bán một tài sản không sử dụng hay dư thừa trong điều kiện bình thường và giá bán những tài sản hư hỏng, loại bỏ không dùng được nữa.

Giá trị đổi mới chỉ các khoản chi tiêu cần thiết để thay thế một tài sản nào đó bằng một tài sản tương đương như mới hơn hay có năng suất và công dụng nhiều hơn.

Giá trị nhượng bán chỉ giá chuyển nhượng của một tài sản trong điều kiện bình thường. Giá cả này được xác định bởi cung và cầu trên thị trường. Tiêu chuẩn này được xem là tiêu chuẩn khách quan hơn cả trong khuôn khổ định giá một doanh nghiệp.

Giá trị theo công dụng chỉ khoản chi phí phải bỏ ra để có thể có được một tài sản có cùng chất lượng, quy cách. Điều này đặc biệt chỉ có liên quan đến máy móc, trang thiết bị dùng trong kinh doanh.

1.3. ĐỐI TƯỢNG CẦN ĐỊNH GIÁ.

Với mục tiêu định giá nhằm xác định được giá trị của doanh nghiệp để chuyển giao và cổ phần hoá ở Việt Nam thì đối tượng cần định giá bao gồm tất cả các loại hình doanh nghiệp tồn tại trong nền kinh tế nước ta. Hiện nay, nhu cầu định giá chủ yếu phát sinh từ loại hình doanh nghiệp nhà nước (để thực hiện chính sách cổ phần hoá, giao, bán, khoán, cho thuê doanh nghiệp Nhà nước của Nhà nước), ngoài ra các đối tượng khác cũng đang dần có nhu cầu như công ty nước ngoài và công ty liên doanh (nhằm cổ phần hoá và niêm yết trên thị trường chứng khoán), và công ty cổ phần (để chuẩn bị niêm yết trên thị trường chứng khoán)

1.4. NHỮNG PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP PHỔ BIẾN TRÊN THẾ GIỚI.

1.4.1. Phương pháp vốn hoá thu nhập (Capitalization of Earnings)

Một phương pháp thường được dùng để định giá một doanh nghiệp là phương pháp vốn hoá thu nhập, phương pháp này đề cập đến khoản thu nhập trên số vốn đầu tư đang được nhà đầu tư mong đợi. Có rất nhiều sự đa dạng trong cách áp dụng phương pháp này. Tuy nhiên, bản chất logic là giống nhau.

Công thức tính như sau:

$$BV = \frac{CF}{r}$$

Ghi chú:

BV: Giá trị doanh nghiệp (Business Valuation).

CF: Thu nhập trong một năm, kéo dài mãi (Cash flow).

r: Lãi suất 1 năm của khoản đầu tư không rủi ro; còn được xem như tỷ lệ vốn hóa (interest).

Một ví dụ chi tiết hơn của phương pháp tính này được trình bày trong mục 1.1 của phụ lục 1.

1.4.2. Phương pháp số đôi thu nhập (Excess Earning Method)

Phương pháp này giống như phương pháp vốn hóa thu nhập được đề cập ở trên. Điểm khác là nó tách rời phần thu nhập từ tài sản ra khỏi tổng thu nhập

Phương pháp vốn hóa thu nhập trình bày ở trên thường phù hợp với các doanh nghiệp mà thu nhập của họ chủ yếu có từ tài sản cố định (Ví dụ các công ty kinh doanh gas hay điện). Trong trường hợp đa số các doanh nghiệp nhỏ có thu nhập dựa vào tài sản cố định của họ rất ít, thì phương pháp số đôi thu nhập tỏ ra hợp lý hơn.

Công thức chung:

$$BV = EE \times k + AV$$

Với: $EE = TE - AE$

Ghi chú:

BV: Giá trị doanh nghiệp (Business value).

AV: Giá trị tài sản cố định (Asset value).

EE: Số đôi thu nhập (Excess earning).

TE: Tổng thu nhập (Total earning)

AE: Thu nhập từ tài sản cố định (Earning from assets)

k: Số nhân.

Mục 1.2 của phụ lục 1 sẽ trình bày chi tiết một ví dụ tính toán giá trị doanh nghiệp theo phương pháp này.

1.4.3. Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Cash Flow Method)

Người mua thường xem xét doanh nghiệp và định giá nó bằng cách xác định xem dòng tiền thu về sẽ bù đắp cho khoản đầu tư (vay) này như thế nào. Nghĩa là, họ sẽ xác định dòng tiền bằng cách lấy lợi nhuận hoạt động và cộng thêm các khoản chi phí không phải chi bằng tiền (như chi phí khấu hao) và các khoản thu nhập do thanh lý tài sản vào cuối kỳ, nhưng đồng thời họ cũng trừ khỏi dòng tiền các khoản chi phí phải thay thế tài sản thiết bị. Họ cũng điều chỉnh mức lương của người chủ hiện tại căn cứ theo thị trường hay ít nhất mức lương này được người chủ mới chấp nhận.

Công thức chung để tính hiện giá của dòng tiền như sau:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Ghi chú:

NPV: Hiện giá thuần của các khoản thu nhập trong tương lai.

CF_t : Dòng tiền thu nhập của năm t.

r: lãi suất chiết khấu hiện hành.

t: Năm thứ t của dòng tiền (t từ năm 1 đến năm n).

Một ví dụ minh họa sẽ trình bày rõ hơn phương pháp này ở mục 1.3 của phụ lục 1.

1.4.4. Định giá tài sản cố định hữu hình (Tangible Asset Method)

Trong nhiều trường hợp, giá trị của doanh nghiệp không thể lớn hơn số tài sản cố định mà nó sở hữu. Đây là trường hợp đối với một số doanh nghiệp (không phải cho tất cả) đang làm ăn thua lỗ, hoặc đang mang lại lợi nhuận cho những chủ sở hữu ít hơn mức bình quân của thị trường. Bán những doanh nghiệp loại này thì thường rất khó khăn trong vấn đề có được giá tốt nhất đối với trang thiết bị, hàng tồn kho, và những tài sản khác của doanh nghiệp. Thông thường, tốt nhất là bán cho các doanh nghiệp khác cùng ngành có thể sử dụng ngay được các tài sản này. Ngoài ra, một doanh nghiệp cùng ngành thường sẵn lòng quan tâm đến việc mua lại các trang thiết bị của bạn. Điều này có nghĩa là chi phí sửa sang văn phòng (như mở rộng diện tích văn phòng .v.v.) có thể được sang nhượng, và các trang thiết bị có thể có giá trị như “đang hoạt động” tại xưởng sản xuất của bạn. Giá trị “đang hoạt động” luôn cao hơn giá trị của từng bộ phận khi chúng ta bán đấu giá (Giá trị của toàn bộ dây chuyền sản xuất đang hoạt động nhìn chung có giá cao hơn khi chúng ta bán thanh lý từng bộ phận trong dây chuyền này).

1.4.5. Phương pháp chi phí thành lập hoạt động (Cost to create approach).

Thỉnh thoảng nhiều công ty hoặc các nhân sẵn lòng mua lại một công ty nhằm tránh những khó khăn khi bắt đầu khởi nghiệp. Người mua sẽ tính toán giá trị và thời gian cần thiết để họ khởi nghiệp. Kế tiếp họ sẽ xem xét doanh nghiệp của bạn và phân tích những điểm đang có và những điểm chưa hoàn thành so với kế hoạch ban đầu của họ. Người mua sẽ tính toán giá trị các chi phí họ phải bỏ ra để tổ

chức bộ máy nhân sự, thuê mượn văn phòng, có được tài sản cố định, và các chi phí cho tài sản vô hình như phát minh, bản quyền .v.v.

Một tỷ lệ gia tăng hợp lý tính trên tổng số chi phí của dự án khởi nghiệp có thể được đòi hỏi bởi vì sự hiệu quả và sự tiết kiệm thời gian mà người mua hưởng lợi. Với phương pháp này, các doanh nghiệp càng có nhiều rào cản, chi phí cao và/hoặc nhiều thời gian để khởi nghiệp thì càng có giá trị cao.

1.4.6. Phương pháp tính giá trị theo kinh nghiệm (Rule of thumb method).

Thông thường, một trong những cách tính giá trị các doanh nghiệp nhỏ là phương pháp kinh nghiệm. Trong khi đa số các nhà phân tích tài chính rất dè dặt khi nói đến phương pháp tính này, vì họ có lý do của họ, thì tôi cho rằng phương pháp này là một sự bổ sung cho các phương pháp khác.

Theo kinh nghiệm, một người cho rằng một công ty cung cấp dịch vụ internet (Internet Service Provider – ISP) có giá trị khoảng từ \$75 đến \$125 cho một thuê bao cộng với giá trị trang thiết bị (được tính theo giá hợp lý của thị trường). Người khác thì cho rằng giá trị của một tuần báo nhỏ có giá trị bằng 100% lợi nhuận gộp của một năm.

Vấn đề khó khăn khi áp dụng phương pháp này và của mọi phương pháp kinh nghiệm là chúng được tính toán từ số liệu bán rất nhiều doanh nghiệp trong từng ngành. Ví dụ một tổ chức cần phải thống kê số liệu của khoảng 100 tuần báo nhỏ được bán trong giai đoạn 2 năm vừa qua. Sau đó họ sẽ tính giá bán trung bình của các tuần báo này và tính luôn lợi nhuận gộp trung bình 1 năm của tất cả các tuần báo được bán này. So sánh 02 giá trị này, họ phát hiện rằng chúng tương đương nhau. Như thế, quy luật kinh nghiệm được hình thành. Tuy nhiên, dễ dàng

thấy rằng có một số tuần báo được bán với giá gấp 2 lần tổng doanh thu trong 1 năm, trong khi có một số tuần báo chỉ bán được với giá khoảng một nửa tổng doanh thu trong một năm.

Phương pháp tính giá trị theo kinh nghiệm dường như chỉ chính xác trong trường hợp các doanh nghiệp có các chỉ tiêu (doanh thu .v.v) đạt đúng giá trị trung bình của ngành. Các doanh nghiệp có chi phí và lợi nhuận tương đương với giá trị trung bình của ngành đương nhiên dễ dàng được bán với giá phù hợp với giá tính toán từ phương pháp kinh nghiệm. Các doanh nghiệp còn lại được bán với giá khác biệt giá này. Và rõ ràng rằng, định giá bằng phương pháp này đối với một doanh nghiệp có các chỉ tiêu khác biệt lớn với giá trị trung bình của ngành là một việc làm không chính xác.

1.4.7. Phương pháp tính theo giá tài sản vô hình hiện hữu (Value of Specific Intangible Assets).

Đây là cách định giá thường bị bỏ sót. Trong một số trường hợp chúng ta cần phải sử dụng cách định giá này trong việc bán một doanh nghiệp. Phương pháp này dựa vào nhu cầu của người mua muốn có một tài sản cố định vô hình nào đó nhưng không cần phải xây dựng tài sản này. Vì đi mua tiết kiệm về thời gian rất lớn và hiệu quả hơn nhiều lần so với xây dựng nó.

Ví dụ, hiện nay chúng ta muốn bán một công ty bảo hiểm nhân thọ đang hoạt động. Công ty này chuyên về bán các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ kết hợp giữa mục tiêu tiết kiệm và bảo hiểm. Vì vùng công ty đang hoạt động khá đông dân số, nên việc tuyển dụng đại lý bán bảo hiểm nhân thọ không khó, nhưng rất khó

khăn để tuyển dụng được một đại lý bán bảo hiểm có năng lực bán hàng (hợp đồng bảo hiểm).

Người so sánh công ty này với các công ty hoạt động tương tự. Qua nghiên cứu, người ta tính toán được rằng để tuyển dụng được một đại lý đạt chất lượng thì cần phải chi phí ít nhất \$200. Do vậy, chúng ta có thể đòi hỏi được nhận được \$170 từ người mua cho mỗi đại lý đang hoạt động có hiệu quả, bằng cách trình bày cho người mua thấy những khoản tiết kiệm lớn về thời gian và chi phí khi họ mua công ty bảo hiểm này.

Thực tế là, họ không chỉ tiết kiệm được \$30 khi tuyển được một đại lý, mà còn giảm đáng kể thời gian để tuyển dụng những đại lý này. Những cơ sở hạ tầng để hoạt động của công ty bán không phải là một vấn đề, vì công ty mua đã có sẵn hệ thống cơ sở này rồi (Văn phòng, hệ thống máy tính, điện nước .v.v.). Và trên thực tế, kết quả kinh doanh hiện tại là lời hay lỗ của doanh nghiệp bán có rất ít tầm quan trọng đối với người mua. Giá trị mà người mua mong đợi là giá trị của việc mua được những đại lý bảo hiểm có chất lượng thay vì phải tuyển dụng họ thông qua các phương thức thông thường như quảng cáo, phỏng vấn .v.v

Thông thường, cách định giá này thường được áp dụng đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ, phục vụ khách hàng. Khách hàng thân thuộc (“mối”) thường được xem là có giá trị trong nhiều ngành. Rất nhiều doanh nghiệp được định giá để mua và bán có tính đến giá trị khách hàng bao gồm đại lý bảo hiểm (tổng đại lý, hay đại lý độc lập), đại lý quảng cáo, dịch vụ vệ sinh văn phòng, dịch vụ kế toán .v.v.

Trong thực tế, khi áp dụng cách này, người mua thường đòi hỏi một khoản bồi hoàn trong trường hợp những khách hàng này không còn sau một khoản thời gian được giao kèo trước. Ví dụ như một công ty được định giá là \$100 cho mỗi khách hàng, kèm với một tỷ lệ bồi hoàn đối với mỗi khách hàng bị mất trong khoảng thời gian 12 tháng. Tỷ lệ bồi hoàn được căn cứ vào khoản thời gian bị mất khách hàng. Chẳng hạn trong ví dụ trên, nếu khách hàng không tiếp tục mua hàng sau 6 tháng, thì người bán phải hoàn trả lại \$50 cho người mua.

1.4.8. Phương pháp định giá theo quyền chọn (Option Pricing Methods).

Quyền chọn dành cho người nắm giữ quyền (nhưng không bắt buộc) được mua hay bán một tài sản tại một mức giá định trước vào một thời điểm định trước. Đối với mục đích định giá, điều quan trọng cần nhớ là quyền chọn có thể được thực hiện cả ở bên tài sản và bên nợ của bảng Cân đối kế toán. Quyền chọn bên phần tài sản quy định tính linh hoạt và tạo ra giá trị khi giá của quyền chọn thấp hơn lợi ích quyền chọn này mang lại. Quyền chọn bên phần nợ tác động đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

Các ví dụ về quyền chọn bên phần tài sản đa phần liên quan đến tính linh hoạt. Một công ty có tùy chọn đóng cửa và khởi nghiệp lại các hoạt động, hoặc được đóng cửa vĩnh viễn, thì có tính linh hoạt hơn và đương nhiên có giá hơn một công ty như vậy nhưng không có các tùy chọn này. Quyền chọn tài sản thực sự quan trọng không chỉ vì nó tác động đến giá trị của công ty có nó, mà còn bởi chúng cung cấp các điều kiện dứt khoát và rõ ràng đối với các quyết định khi hoạt động kinh doanh muốn được khôi phục, đóng cửa hay từ bỏ luôn. Ví dụ, một quyền chọn mở cửa hay đóng cửa một mỏ khai khoáng có thể thêm vào 30 hay 40 phần trăm hiện

giá của dòng tiền được trông đợi. Thêm nữa, quyền chọn thường kèm theo các quyết định có điều kiện: ví dụ “mở khai khoáng sẽ hoạt động khi giá của quặng Krypton vượt quá 100 Đôla một ounce”.

Trong thực tế, chúng ta thường áp dụng giá quyền chọn trong những trường hợp quyền chọn tài sản mà khi đó, giá trị của tính linh hoạt mang tính quyết định. Trong một số trường hợp, giá quyền chọn của một hợp đồng khai thác mỏ lớn có thể cao gấp đôi hiện giá thuần của nó. Mặc dù mỏ quặng này đang đạt lợi nhuận biên tể tại thời điểm này, nhưng quyền chọn để hoãn lại công việc khai thác đến khi giá khoáng sản tăng lên khiến cho giá trị cao hơn nhiều so với giá trị tính toán theo phương pháp hiện giá.

Quyền chọn bên phần nợ của bảng cân đối kế toán thì được nhận biết dễ hơn. Các khoản nợ có thể chuyển đổi và cổ phần ưu đãi giúp người nắm chúng có quyền chuyển đổi chúng thành cổ phiếu với một tỷ lệ chuyển đổi được định trước. Do vậy, chúng bao hàm quyền chọn mua. Đảm bảo cho phép người nắm chúng được mua cổ phiếu với một giá cố định – một lần nữa, quyền chọn mua. Phương pháp định giá chuẩn của chúng ta đòi hỏi rằng chúng ta phải loại bỏ thị giá của các khoản nợ ra khỏi giá trị của doanh nghiệp khi tính toán giá trị vốn chủ sở hữu (vốn cổ phần). Thêm nữa, chúng phải được tính chi phí sử dụng vốn bình quân. Ví dụ, lấy ngẫu nhiên một mẫu gồm 100 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán New York thì có khoảng 43 công ty có huy động vốn bằng nợ chuyển đổi hoặc cổ phiếu ưu đãi, và các chứng khoán này đã mang tính quyền chọn bán. Một quyền chọn nợ quan trọng nữa là hợp đồng thuê mua. Hầu hết các hợp đồng thuê tài sản hoạt động đều cho người thuê quyền được hủy bỏ bằng cách trả một khoản phí (tương tự

quyền chọn bán kiểu Mỹ) hoặc quyền được mua tài sản theo mức giá cố định vào thời điểm kết thúc hợp đồng thuê (tương tự quyền chọn mua kiểu Châu Âu). Lưu ý rằng quyền chọn kiểu Mỹ có thể được thực hiện bất cứ lúc nào cho đến lúc và bao gồm thời điểm đến hạn. Quyền chọn kiểu Châu Âu chỉ được thực hiện vào ngày đến hạn.

1.4.8.1 Quyền chọn tài sản:

Quyền chọn tài sản cấp thêm tính linh hoạt cho các quyết định quản lý. Với ý nghĩa lớn nhất, chúng ta có thể cho rằng tính linh hoạt như là một phương pháp quản lý rủi ro, nhưng không phải là phương pháp duy nhất. Hai chiến lược có thể được sử dụng để giải quyết tính không chắc chắn: (1) hoạt động dự báo (anticipation), và (2) chấp nhận tính đàn hồi (resilience). Nếu rủi ro có thể được dự báo bởi vì chúng có thể dự đoán trước được, khi đó phương pháp hiệu quả nhất và tiết kiệm nhất là xây dựng một mô hình đặc thù nhưng không biến động để có thể hoạt động tốt nhất trong môi trường đã được dự kiến. Ngược lại, nếu rủi ro không thể dự kiến được, một hệ thống đàn hồi với biên độ thay đổi rộng rãi trở thành hướng tốt nhất. Lấy ví dụ là cú sốc đến hệ thống kinh tế được tạo ra khi OPEC gia tăng liên tục giá dầu gây đột biến trong những năm đầu thập kỷ 70. Những ngành sử dụng nhiều năng lượng đã không dự kiến được sự thay đổi, và rất nhiều trong số họ đã phải trả giá vì chỉ dựa vào nhiên liệu là dầu hoả. Họ đã nhanh chóng đầu tư thêm, để tạo được tính linh hoạt cho mình, nhiều nguồn năng lượng khác (như khí thiên nhiên, thủy điện, than đá .v.v). Động cơ của sự đầu tư nhằm tạo một quyền chọn tài sản có giá trị cho chính họ – khả năng thay đổi các giữa các loại nhiên liệu

với giá thấp. Đây là một ví dụ điển hình về giá trị của quyền chọn tài sản trong một thế giới biến động.

Quyền chọn tài sản có nhiều hình thức, như quyền chọn trì hoãn một khoản đầu tư, quyền chọn mở rộng khối lượng đầu tư, quyền chọn từ bỏ một dự án, hoặc quyền khởi động và đóng cửa một hoạt động (quyền chọn thay đổi) v.v. Quyền chọn tài sản rất quan trọng trong phân tích chương trình nghiên cứu và phát triển, giới thiệu sản phẩm mới, và trong việc định giá các doanh nghiệp phát triển và khai thác các nguồn tài nguyên thiên nhiên.

Quyền chọn tài sản sử dụng công thức Black – Scholes để tính giá trị của quyền chọn, công thức này do Fisher Black và Myron Scholes cùng làm việc tại trường Đại Học MIT nghiên cứu tìm ra vào khoảng cuối những năm 1960, đầu những năm 1970. Và công trình nghiên cứu này đã đạt được giải NOBEL KINH TẾ vào năm 1997.

Công thức Black – Scholes được trình bày như sau:

$$C = Sd^{-t}N(x) - Kr^{-t}N(x - \sigma t^{1/2})$$

Với:

$$x = [\ln(Sd^{-t}/ Kr^{-t}) / \sigma t^{1/2}] + 1/2(\sigma t^{1/2})$$

S: Giá trị của tài sản cơ sở hiện nay.

K: Giá thực hiện.

t: Khoảng thời gian đến khi quyền chọn hết hiệu lực.

r: Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro.

d: Tỷ suất sinh lợi (chi phí sử dụng vốn)

σ : Độ lệch chuẩn giá trị tài sản cơ sở.

N: Phân phối chuẩn của nhân tố ngẫu nhiên x.

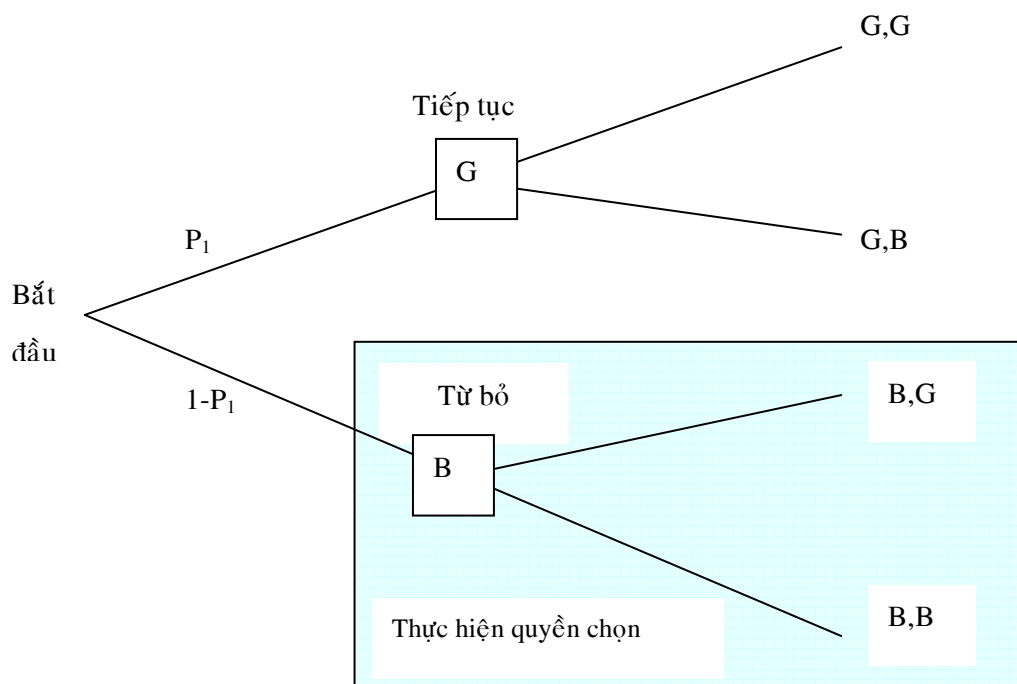
1.4.8.2 Phân loại quyền chọn tài sản:

Phân tích NPV thông thường có khuynh hướng hạ thấp giá trị của một dự án bởi vì nó không phản ánh được đầy đủ các lợi ích của việc hoạt động linh hoạt và các yếu tố mang tính chiến lược khác như sự đầu tư tiếp tục. Nhằm xác định khả năng hoạt động linh hoạt tiềm năng và các yếu tố chiến lược, người ta thường phân loại quyền chọn tài sản thành 5 loại riêng biệt sau.

Cũng xin nhắc lại rằng, khi quyết định đầu tư, mọi nhà đầu tư đều quyết định theo hướng: họ chỉ quyết định thực hiện hay từ bỏ quyền chọn khi kết quả của các quyết định này mang lại kết quả tốt (ký hiệu là G) hơn là nếu thực hiện ngược lại (ký hiệu là B).

a) *Quyền chọn từ bỏ:*

Quyền chọn từ bỏ (hay bán) một dự án tương đương một quyền chọn bán kiểu Mỹ thường thấy trên thị trường chứng khoán. Sơ đồ 1.1 là một cây quyết định có kèm quyền chọn từ bỏ. Nếu hoàn cảnh xấu (B) xảy ra với nó tại thời điểm cuối kỳ thứ 1, nhà quản lý có thể quyết định từ bỏ dự án và thu được giá trị thanh lý của nó. Do vậy, giá trị thanh lý dự kiến của dự án có thể được xem như giá thực hiện của quyền chọn bán. Trong trường hợp kết quả cuối kỳ thứ 1 là tốt (G) thì nhà đầu tư sẵn lòng tiếp tục dự án của mình.

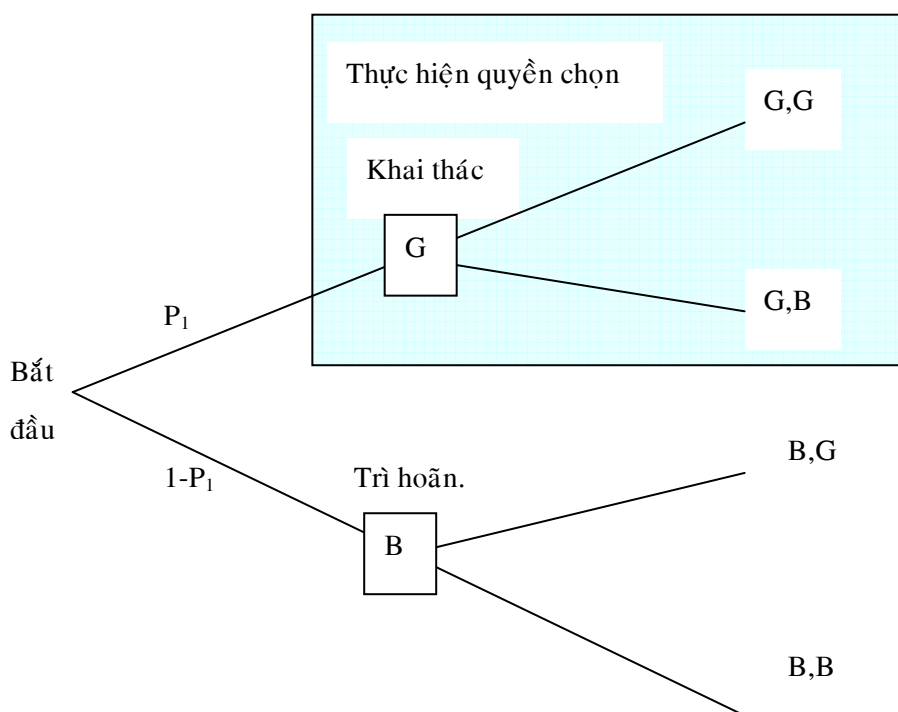


Sơ đồ 1.1: Quyền chọn từ bỏ

b) *Quyền chọn trì hoãn phát triển:*

Quyền chọn trì hoãn việc bỏ ra một khoản đầu tư để phát triển một tài sản thì tương đương với một quyền chọn mua kiểu Mỹ trên thị trường chứng khoán. Ví dụ, một người sở hữu một hợp đồng thuê một mỏ dầu chưa khai thác được nắm quyền ưu tiên “có được” (acquire) một mỏ dầu đã khai thác bằng cách trả một khoản chi phí “thuê để khai thác” (lease on development). Tuy nhiên, người chủ có thể trì hoãn quá trình khai thác cho đến khi giá dầu gia tăng. Nói cách khác, quyết định nắm giữ một mỏ dầu chưa khai thác này thực tế có ẩn chứa một quyền chọn trì hoãn. Chi phí khai thác dự kiến có thể xem là giá thực hiện của quyền chọn mua. Doanh thu sản phẩm thuần trừ đi chi phí khai thác cho đến khi mỏ dầu cạn kiệt là chi phí cơ hội phát sinh khi trì hoãn việc đầu tư. Nếu chi phí cơ hội này quá lớn, nhà

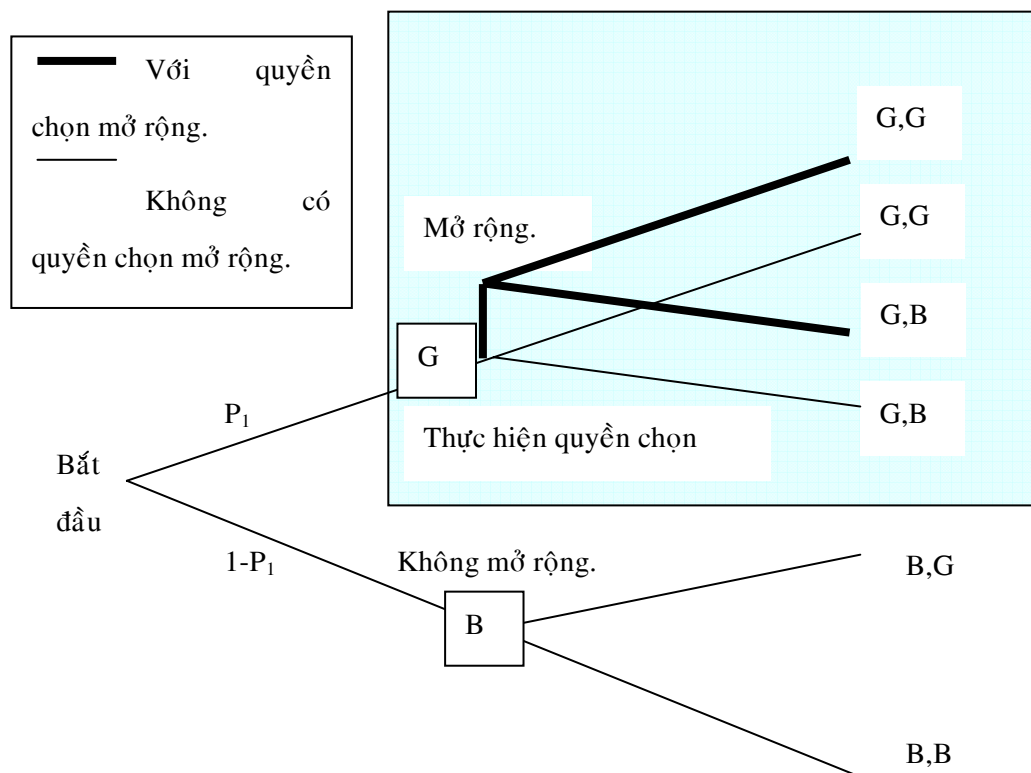
quản lý sẽ mong muốn thực hiện quyền chọn này (nghĩa là khai thác mở đầu) trước khi hợp đồng này hết hạn. Sơ đồ 1.2 mô tả quyền chọn dạng này, với P_1 là khả năng xảy ra kết quả tốt (G) và $(1 - P_1)$ là khả năng xảy ra kết quả xấu (B)



Sơ đồ 1.2: Quyền chọn trì hoãn phát triển

c) Quyền chọn mở rộng:

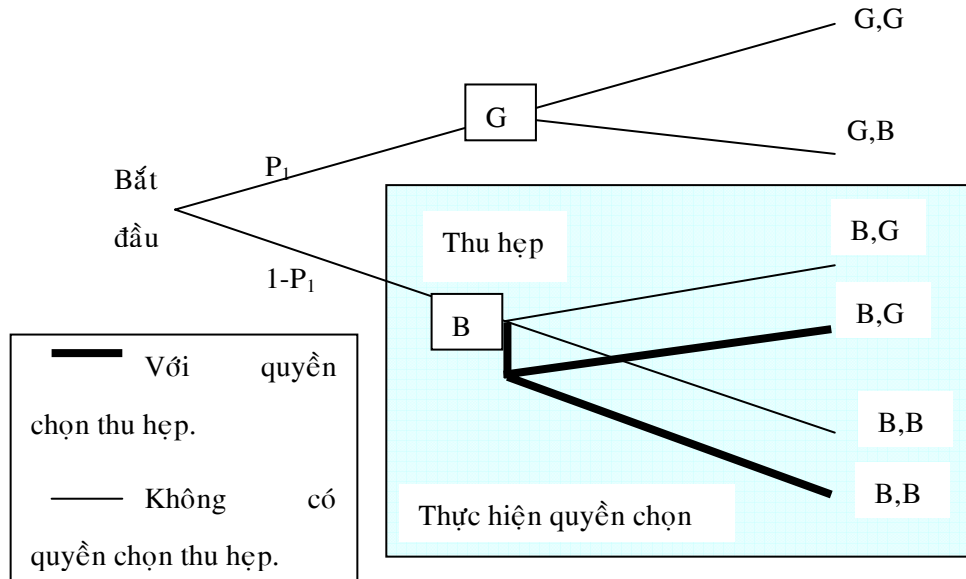
Quyền chọn được mở rộng quy mô của hoạt động của dự án nhìn chung tương đương với một quyền chọn mua kiểu Mỹ trên thị trường chứng khoán. Ví dụ, ban lãnh đạo có thể lựa chọn xây dựng một dây chuyền sản xuất có sản lượng vượt qua mức sản lượng đã dự kiến, và do vậy có thể nâng cao mức lợi nhuận nếu sản phẩm này thành công hơn mức dự kiến ban đầu. Sơ đồ 1.3 mô tả quyền chọn này, bởi vì quyền chọn mở rộng cho nhà quản lý quyền để tiếp tục gia tăng đầu tư (ví dụ như tăng mức sản lượng) nếu dự án gặp điều kiện thuận lợi.



Sơ đồ 1.3: Quyền chọn mở rộng

d) Quyền chọn thu hẹp:

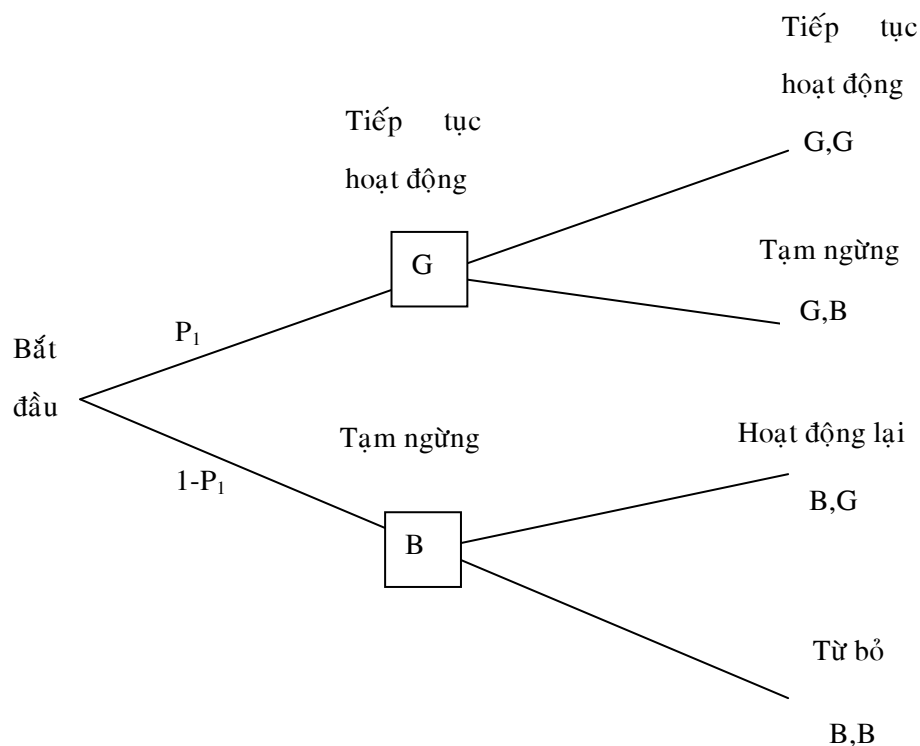
Quyền chọn được thu hẹp quy mô hoạt động của dự án tương đương với một quyền chọn bán kiểu Mỹ trên thị trường chứng khoán. Rất nhiều dự án đã được sắp đặt theo hướng sản lượng sẽ được giảm trong tương lai. Ví dụ, một dự án có thể được chia nhỏ ra. Các khoản phí tổn trong tương lai được dự kiến trước trong dự án này tương đương với giá thực hiện của quyền chọn bán. Sơ đồ 1.4 trình bày quyền chọn này.



Sơ đồ 1.4: Quyền chọn thu hẹp

e) ***Quyền chọn thay đổi (Switching options)***

Đây là loại quyền chọn tài sản thường gặp nhất. Trong thực tế, quyền chọn để thay đổi sự hoạt động của một dự án là một danh mục quyền chọn bao gồm cả quyền chọn mua và quyền chọn bán. Ví dụ, khởi đầu lại các hoạt động của một dự án hiện đang tạm ngừng hoạt động kinh doanh tương đương với một quyền chọn mua kiểu Mỹ. Tương tự như thế, tạm ngừng các hoạt động kinh doanh của một dự án khi phát sinh các điều kiện bất lợi thì tương đương với một quyền chọn bán kiểu Mỹ. Chi phí để khởi đầu lại (hoặc tạm ngừng) các hoạt động này có thể được xem như là giá thực hiện của quyền chọn mua (hoặc bán). Một dây chuyền sản xuất có khả năng sản xuất hai loại sản phẩm một cách linh hoạt là một ví dụ rất tốt cho loại quyền chọn này. Sơ đồ 1.5 mô tả mô hình quyền chọn này.



Sơ đồ 1.5: Quyền chọn thay đổi

Trong mục 1.4 của phụ lục 1 có trình bày rõ hơn phương pháp tính giá trị doanh nghiệp theo cách này.

1.4.9. Phương pháp giá trị kinh tế gia tăng (Economic value added).

Phương pháp này dựa vào cách tính giá trị chiết khấu dòng tiền, nghĩa là giá trị doanh nghiệp được tính từ hiện giá của các khoản thu nhập trong tương lai của những người chủ doanh nghiệp này. Điểm trung tâm của các phương pháp chiết khấu là tính toán giá trị theo thời gian của các khoản thu nhập tương lai mà nhà đầu tư nhận được trong trường hợp thực hiện một sự đầu tư. Mục này giới thiệu phương pháp tính giá trị doanh nghiệp theo hiện giá của các giá trị kinh tế gia tăng (EVA –

economic value added), đây là phương pháp tính đang được sử dụng ngày càng nhiều của các nhà đầu tư ở các nước có nền kinh tế phát triển.

Thế nhưng làm thế nào để đo lường các giá trị kinh tế gia tăng?. Ý tưởng nền tảng của phương pháp này có thể tìm thấy trong kinh tế vi mô, mục tiêu chính của doanh nghiệp là tối đa hoá lợi nhuận. Tuy nhiên lợi nhuận này không phải là lợi nhuận theo sổ sách mà là lợi nhuận kinh tế. Sự khác biệt giữa lợi nhuận kinh tế và lợi nhuận sổ sách là lợi nhuận kinh tế là chênh lệch giữa doanh thu và chi phí kinh tế, mà chi phí kinh tế bao gồm chi phí sổ sách và chi phí cơ hội. Chi phí cơ hội thể hiện số tiền bị mất do không đầu tư các nguồn lực (ví dụ như vốn, lao động .v.v) vào phương thức tốt nhất. Trong thực tế, chi phí cơ hội thường được tính bằng với lãi suất của vốn chủ sở hữu cùng với phần bù rủi ro và số tiền lương của chủ sở hữu bị mất đi. Chúng ta có thể minh họa mối quan hệ này như sau:

$$\text{Lợi nhuận sổ sách} = \text{Doanh thu} - \text{Chi phí.}$$

$$\text{Lợi nhuận kinh tế} = \text{Tổng doanh thu} - \text{Chi phí kinh tế.}$$

Điều này dẫn đến một kết luận rằng lợi nhuận kinh tế phát sinh khi giá trị của nó lớn hơn lợi nhuận “bình thường” phát sinh từ chi phí sử dụng vốn bình quân được đầu tư bởi cả ngân hàng – chủ nợ (chi phí tiền lãi) và chủ sở hữu – cổ đông (chi phí cơ hội). Đây là ý tưởng căn bản của phương thức định giá mới – Phương pháp giá trị kinh tế gia tăng. Khái niệm này được đưa ra công chúng lần đầu tiên bởi tác giả Shawn Tully trong tạp chí “Fortune” trong bài viết “The real key to creating wealth” (tạm dịch: Chìa khóa của sự giàu sang). Sự nổi tiếng rộng khắp và thành công của phương pháp này là kết quả làm việc của bộ phận “dịch vụ quản lý” của công ty tư vấn Stern Stewart.

EVA được tính toán như sau:

$$EVA_t = NOPAT_t - C_t \times WACC_t$$

Ghi chú:

EVA_t : (Economic value added) Giá trị kinh tế gia tăng.

$NOPAT_t$ (Net operating profit after tax): lợi nhuận hoạt động thuần sau thuế.

C_t : Vốn đầu tư dài hạn.

$WACC_t$: (weighted average cost of capital): Chi phí sử dụng vốn bình quân.

Nếu $EVA > 0$ thì chúng ta có thể nói rằng công ty này đã thành công. Đây là trường hợp duy nhất tài sản của cổ đông gia tăng bởi vì họ nhận lại nhiều hơn số họ đã đầu tư trước đây. Lợi ích của những người cho vay cũng giống như vậy. Trong trường hợp $EVA = 0$, công ty chỉ thu lại được bằng những gì nó đã đầu tư, và nếu $EVA < 0$ thì tài sản của cổ đông đã bị giảm đi.

Từ công thức được nêu ở trên, rõ ràng EVA đã quan tâm tới mọi khía cạnh quan trọng của kinh doanh như:

- Kích cỡ vốn đầu tư vào kinh doanh và cấu trúc nội tại của nó (nói về các tỷ lệ nợ phải trả / tổng nguồn vốn; vốn sở hữu / tổng nguồn vốn).
- Chi phí sử dụng vốn (vốn vay và vốn cổ phần), đây là giá công ty phải trả để sử dụng các nguồn lực này (WACC).
- Hiệu quả của việc đầu tư các nguồn lực (NOPAT)

Những công ty có thể thu về mức lợi nhuận sau thuế (NOPAT) cao nhất khi sử dụng tối thiểu nguồn vốn “rẻ” sẽ đạt hiệu quả kích lệ. Điều này xảy ra trong trường hợp các khoản đầu tư ổn định theo hiện giá thuần.

Do vậy, EVA được xem là một thước đo lợi nhuận của việc đánh giá hoạt động doanh nghiệp. Nó còn được sử dụng để đo lường giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, bây giờ chúng ta sẽ giải thích các thành phần trong phương pháp EVA.

NOPAT có thể xác định được là kết quả của công thức sau:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1-t)$$

Với

EBIT (Earning before interest and tax): Lợi nhuận trước thuế và lãi vay.

t: thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp.

Khi tính NOPAT bằng cách này đã tính đến 02 tác động bởi việc sử dụng tài sản của doanh nghiệp (kỹ thuật sản xuất của công ty tùy thuộc người chủ sở hữu) và tiền lãi vay trả cho chủ nợ.

C_t thể hiện số vốn đầu tư dài hạn. Nó là tổng của vốn chủ sở hữu và vốn đầu tư. Có cách khác để xác định C_t là cộng tài sản cố định và vốn hoạt động thuần (Vốn hoạt động thuần = tài sản lưu động - nợ phải trả ngắn hạn). Cả 02 cách tính trên đều cho ra một kết quả.

Trong phương pháp EVA, chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) được sử dụng để tính toán giá trị kinh tế gia tăng, và là tỷ suất chiết khấu nhằm chuyển giá trị tương lai của EVA về hiện giá tại thời điểm đánh giá.

Cách xác định chi phí sử dụng vốn bình quân:

$$WACC = r_d(1 - t) \frac{D}{C} + r_e \frac{E}{C}$$

Với: $r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$

Ký hiệu:

WACC: Chi phí sử dụng vốn bình quân.

r_d : Chi phí sử dụng vốn vay.

t : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp.

D : Nợ phải trả.

E : Vốn chủ sở hữu.

$C = D + E$ là tổng tài sản của doanh nghiệp.

r_e : Lãi suất thị trường bên ngoài.

r_f : Lãi suất phi rủi ro.

β : Hệ số beta cổ phiếu.

$(r_m - r_f)$: Phí lãi suất thị trường (Risk market premium - RMP)

Trong phần trên, chúng ta đã xác định được tất cả các yếu tố được dùng trong phương pháp xác định giá trị của một công ty. Bây giờ chúng ta mới đi vào công thức chính: Công thức tính giá trị doanh nghiệp.

Giá trị doanh nghiệp = Tổng vốn đầu tư + Hiện giá EVA.

Chúng ta có thể diễn đạt công thức bằng các ký hiệu đã trình bày ở trên như sau:

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = C_t + \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC_t)^t}}_1 + \underbrace{\frac{EVA_n/WACC_n}{(1+WACC_n)^n}}_2$$

Với n là số kỳ hoạt động dự kiến.

Từ công thức được đề cập ở trên, rõ ràng rằng giá trị toàn bộ doanh nghiệp bao gồm giá trị sổ sách của toàn bộ vốn đầu tư và hiện giá của EVA tương lai. Công thức tính được tách làm 02 phần nghĩa là: phần (1) thể hiện giá trị có thể nhận được trong ngắn hạn giống như trong kế hoạch tài chính chiến lược. Các số liệu này có thể lấy từ số kế hoạch ước lượng của công ty. Phần (2) thể hiện tổng giá trị mong đợi có thể nhận mãi mãi. Có nhiều cách tính để xác định được giá trị của phần (2), vì còn tùy thuộc vào tốc độ phát triển của công ty. Trong công thức trên, chúng tôi sử dụng cách tính của trái phiếu vĩnh cửu.

Sau khi có kết quả toàn bộ giá trị doanh nghiệp, chúng ta sẽ trừ đi phần giá trị phần vốn nợ, khi đó chúng ta được giá trị của phần vốn chủ sở hữu. Nếu chúng ta chia giá trị vốn chủ sở hữu này cho số lượng cổ phần thì chúng ta sẽ được giá trị của một cổ phần.

1.5. CÁC BƯỚC TRONG QUY TRÌNH ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP.

Nhìn chung, có 5 bước cơ bản trong quy trình định giá một doanh nghiệp như sau

Bước 1: Phân tích kết quả hoạt động trong các năm trước

- Tính toán lợi nhuận hoạt động thuần sau thuế và vốn đã đầu tư.
- Tính toán các nguồn lực tạo ra giá trị (Lao động, đất .v.v.).
- Xây dựng mô hình quá trình phát triển trong quá khứ.
- Phân tích tình hình tài chính.

Bước 2: Dự đoán kết quả hoạt động.

- Hiểu biết vị trí chiến lược hiện tại.
- Xây dựng mô hình hoạt động tương lai.
- Dự toán những nhân tố ảnh hưởng đến kết quả hoạt động.
- Kiểm tra sơ bộ khả năng có thể đạt được dự toán.

Bước 3: Ước tính chi phí sử dụng vốn.

- Xây dựng cấu trúc vốn thị trường mục tiêu.
- Ước tính chi phí sử dụng vốn của tài sản không thuộc chủ sở hữu.
- Ước tính chi phí sử dụng vốn của tài sản sở hữu.

Bước 4: Ước tính giá trị tiếp tục hoạt động (continuing value)

- Lựa chọn kỹ thuật tính toán thích hợp.
- Lựa chọn khoảng thời gian dự toán.
- Ước tính các nhân tố ảnh hưởng.
- Chiết khấu giá trị tiếp tục hoạt động về hiện giá.

Bước 5: Tính toán và trình bày kết quả.

- Tính toán và kiểm tra kết quả.
- Thể hiện kết quả căn cứ vào hoàn cảnh ra quyết định.

1.6. NHỮNG YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN GIÁ BÁN CUỐI CÙNG.

1.6.1. *Rủi ro và chi phí sử dụng vốn.*

Một doanh nghiệp hoạt động trong một môi trường rủi ro và chi phí sử dụng vốn cao càng cao nhìn chung có giá chuyển giao thấp. Điều này được giải thích rằng khi rủi ro cao thì nhà đầu tư thường đòi hỏi một tỷ suất lợi nhuận cao, tất yếu giá bán phải được hạ thấp để đáp ứng yêu cầu này. Tương tự, chi phí sử dụng vốn cao đồng nghĩa với tỷ suất chiết khấu cao, và kết quả là hiện giá của dòng tiền thu nhập bị giảm đi.

Ngược lại, trong một môi trường có rủi ro kinh doanh thấp và chi phí sử dụng vốn thấp thì giá chuyển giao sẽ được định giá cao lên. Mặt khác, việc chuyển giao doanh nghiệp cũng giống như vấn đề mua một loại hàng hoá nào đó, với một môi trường có rủi ro thấp thì sẽ có nhiều nhà đầu tư mong muốn gia nhập thị trường, tạo ra cầu nhiều, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi thì tất yếu giá chuyển giao sẽ tăng lên.

1.6.2. *Tính chất thị trường của doanh nghiệp.*

Trong trường hợp thị trường của doanh nghiệp mang tính độc quyền thì giá bán của doanh nghiệp chắc chắn sẽ cao hơn bình thường, thậm chí cao hơn cả giá trị thật của doanh nghiệp. Vì nhà đầu tư đánh giá rằng khả năng thu hồi vốn khi đầu tư vào doanh nghiệp này rất lớn. Với một thị trường tự do cạnh tranh thì rủi ro gia

nhập thị trường khá lớn, và có thể là lý do để người mua yêu cầu người bán giảm giá chuyển nhượng.

Tuy nhiên, chúng ta cần quan tâm đến khả năng duy trì thế độc quyền này. Một số doanh nghiệp có được điều kiện độc quyền là do nhà nước bảo hộ cho họ, trong trường hợp đã chuyển giao cho nhà đầu tư mới, sự bảo hộ khả năng độc quyền này có thể bị mất đi, và giá trị gia tăng do tính độc quyền mang lại sẽ không còn.

Thêm nữa, nếu việc nắm giữ một doanh nghiệp nhằm củng cố vị trí của doanh nghiệp trong một ngành nghề nào đó, hoặc giúp người mua mở rộng thị trường của mình cũng sẽ khiến cho người mua sẵn sàng trả một giá chuyển nhượng cao hơn bình thường để nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp này.

1.6.3. Quyền kiểm soát doanh nghiệp.

Quyền kiểm soát của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp có tác động lớn tới giá chuyển giao, nhất là trong trường hợp chuyển giao một phần doanh nghiệp (nhà đầu tư đang tìm cách mua đủ lượng cổ phần cần thiết để nắm quyền điều hành doanh nghiệp).

1.6.4. Phương pháp phát hành cổ phiếu.

Người ta thường nhận thấy rằng một phương pháp phát hành cổ phiếu đúng đắn sẽ mang về cho người chủ một giá trị cao nhất. Trong trường hợp phát hành cổ phiếu khi cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước ở nước ta, việc công khai phát hành thông qua đấu giá sẽ mang về cho nhà nước một khoản thu gia tăng đáng kể, nếu cổ phiếu được phát hành với tỷ lệ ưu đãi quá lớn và việc phát hành thu hẹp trong một nhóm nhỏ đối tượng khách hàng thì giá trị thu về thường thấp hơn.

Tùy theo yêu cầu đảm bảo mục tiêu thu hút vốn đủ đầu tư và khả năng dự đoán nhu cầu thị trường về cổ phiếu của mình, mà doanh nghiệp có thể lựa chọn các phương pháp phát hành khác nhau như: tự phát hành; phát hành thông qua các kênh như ngân hàng, công ty chứng khoán; ngân hàng bảo lãnh phát hành .v.v. Các phương pháp phát hành khác nhau sẽ có chi phí phát hành và khả năng thành công khác nhau rất nhiều.

1.6.5. Kỹ năng thương lượng.

Đây gần như là một yếu tố hoàn toàn chủ quan ảnh hưởng đến giá bán cuối cùng của doanh nghiệp. Với một nhóm thương lượng làm việc tốt, người bán có thể nâng cao được giá chuyển giao doanh nghiệp của mình. Ngược lại, người mua nếu thương lượng tốt cũng có thể mua lại được doanh nghiệp với giá rẻ. Để giảm thiểu tác động của yếu tố này đến giá bán, cả người mua và người bán đều cần thiết hiểu rõ về thị trường, tiềm năng và các yếu tố tác động đến sự hoạt động trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai doanh nghiệp.

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

2.1. NHU CẦU ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM.

2.1.1. Định giá để cổ phần hoá:

Việt Nam đang tích cực đẩy mạnh công tác cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước nhằm góp phần quan trọng nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh của doanh nghiệp; tạo ra loại hình doanh nghiệp có nhiều chủ sở hữu, trong đó có đông đảo người lao động; tạo động lực mạnh mẽ và cơ chế quản lý năng động cho doanh nghiệp để sử dụng có hiệu quả vốn, tài sản của nhà nước và của doanh nghiệp.

Cổ phần hoá thực chất là việc Nhà nước bán một phần hoặc toàn bộ giá trị hiện có thuộc phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp cho các cổ đông; hoặc giữ nguyên giá trị thuộc vốn Nhà nước hiện có tại doanh nghiệp và phát hành cổ phiếu thu hút thêm vốn để phát triển doanh nghiệp.

Nhưng theo nguyên tắc kế toán, giá trị tài sản của doanh nghiệp được ghi nhận theo giá thực tế tại thời điểm phát sinh nghiệp vụ mua hay nhập tài sản, thông thường giá này thường khác biệt rất nhiều so với giá thị trường tại thời điểm cổ phần hoá doanh nghiệp. Vì vậy, để cổ phần hoá các doanh nghiệp Nhà nước, cần thiết phải xác định giá các doanh nghiệp này.

Mặt khác, giá trị thực tế của doanh nghiệp không phải chỉ là tổng cộng giá trị của các tài sản hiện có trong bảng cân đối của doanh nghiệp, mà còn bao gồm cả các giá trị vô hình như lợi thế kinh doanh, giá trị thương hiệu

Hơn nữa, cổ phần hoá giúp nền kinh tế huy động vốn của toàn xã hội để đầu tư đổi mới công nghệ, phát triển doanh nghiệp. Đồng thời cổ phần hoá còn phát huy vai trò làm chủ thực sự của người lao động, của cổ đông; tăng cường sự giám sát của nhà đầu tư với doanh nghiệp. Tuy vậy, tiến trình cổ phần hóa hiện nay diễn ra khá chậm vì vướng mắc chủ yếu là làm thế nào định được giá trị doanh nghiệp một cách hợp lý và chính xác. Do vậy, để tiến hành cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước cần thiết phải xác định lại giá trị doanh nghiệp cho sát với giá thị trường, làm cơ sở cho việc hình thành giá bán cổ phần.

2.1.2. Định giá chuyển giao:

Với chính sách thực hiện nền kinh tế nhiều thành phần của nhà nước Việt Nam, đã hình thành nhiều loại hình doanh nghiệp trong nền kinh tế Việt Nam: Doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp nước ngoài, công ty liên doanh, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp tư nhân .v.v. Từ đó cũng phát sinh nhu cầu chuyển nhượng quyền sở hữu doanh nghiệp như Công ty liên doanh chuyển thành công ty 100% vốn nước ngoài (Công ty Coca Cola Việt Nam); chuyển nhượng cổ phần giữa các thành viên, giữa các cổ đông trong công ty trách nhiệm hữu hạn hay công ty cổ phần. Hoặc các trường hợp mua bán lại một phần công ty như công ty Kinh Đô mua lại chi nhánh kem Walls Việt Nam của tập đoàn Unilever. Hoặc các chủ trương bán, khoán, cho thuê doanh nghiệp nằm trong chính sách cổ phần hoá của Nhà nước.

Tất cả các doanh nghiệp khi thực hiện chuyển nhượng đều tính bằng giá trị, giá trị này được thoả thuận giữa người mua và người bán theo cơ chế thị trường trên cơ sở thoả thuận trực tiếp hoặc dùng phương thức đấu giá. Như vậy, khi chuyển

nhượng doanh nghiệp cần phải xác định lại giá trị tài sản hiện có của doanh nghiệp để người mua và người bán làm căn cứ thoả thuận để xác định giá bán. Giá bán này có thể cao hơn, thấp hơn hoặc bằng với giá trị thực tế tài sản của doanh nghiệp.

2.2. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CHUYỂN SANG CỔ PHẦN HÓA THEO HƯỚNG DẪN CỦA THÔNG TƯ SỐ 79/2002/TT-BTC NGÀY 12/09/2002 CỦA BỘ TÀI CHÍNH.

2.2.1. Quan điểm chỉ đạo của Đảng và Nhà nước đối với chủ trương cổ phần hóa trong thời gian qua.

Đứng trước thực trạng doanh nghiệp nhà nước đa số có quy mô nhỏ, vốn ít, trình độ công nghệ lạc hậu nên chất lượng sản phẩm thấp, giá thành cao, không đủ sức cạnh tranh với hàng nước ngoài như các sản phẩm ngành cơ khí, dệt may, sắt thép, điện tử ... Do đó, không tạo được mặt hàng mũi nhọn từ sản xuất trong nước.

Nhu cầu đổi mới công nghệ ngày càng tăng nhưng khả năng nhà nước có hạn. Do đó, huy động vốn dưới mọi hình thức phục vụ cho yêu cầu phát triển đang là vấn đề cấp bách.

Song song với việc sắp xếp và củng cố doanh nghiệp nhà nước để thực sự trở thành lực lượng then chốt trong công cuộc công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Đảng ta đã chủ trương thí điểm chuyển một số doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần nhằm tạo thêm động lực mới trong công tác quản lý doanh nghiệp, huy động thêm vốn cho yêu cầu đầu tư phát triển và điều chỉnh cơ cấu doanh nghiệp nhà nước.

Chủ trương cổ phần hóa một bộ phận doanh nghiệp nhà nước đã được đề cập trong các văn kiện của Đảng và Nhà nước những năm gần đây như: Nghị quyết Hội nghị lần thứ 2 – Ban Chấp hành Trung ương khóa VII (tháng 11/1991), Nghị quyết Hội nghị Đại biểu toàn quốc giữa nhiệm kỳ khóa VII (tháng 1/1994), Nghị quyết số 10–NQ/TW ngày 17/3/1995 của Bộ Chính trị.

Đặc biệt trong Nghị quyết Đại Hội Đại biểu Đảng toàn quốc lần thứ VIII (tháng 7/1996) khẳng định : “Tổng kết kinh nghiệm, hoàn chỉnh khuôn khổ pháp lý để triển khai tích cực và vững chắc việc cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước nhằm tạo thêm động lực mới trong quản lý, huy động thêm vốn cho yêu cầu phát triển và điều chỉnh cơ cấu doanh nghiệp nhà nước. Trong quá trình cổ phần hóa, tiền thu được do bán cổ phần của Nhà nước phải đầu tư lại để mở rộng sản xuất kinh doanh, làm cho tài sản thuộc sở hữu của nhà nước ngày càng tăng lên; cổ phần hóa không đồng nghĩa với tư nhân hóa”.

Thông báo số 63 TB/TW ngày 4/4/1997 của Bộ Chính Trị khẳng định tiếp tục triển khai tích cực và vững chắc cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong thời gian tới.

Nghị quyết Hội nghị lần thứ IV Ban Chấp hành TW Đảng khóa VIII (tháng 01/1998) đã ghi: “Đối với các doanh nghiệp mà Nhà nước không cần nắm giữ 100% vốn cần lập kế hoạch cổ phần hóa để tạo động lực phát triển, thúc đẩy làm ăn có hiệu quả. Sửa đổi, bổ sung các qui định, kiện toàn tổ chức chỉ đạo cổ phần hóa các cấp. Thí điểm việc bán cổ phần cho người nước ngoài. Khuyến khích nông dân sản xuất nguyên liệu tham gia mua cổ phần ở các doanh nghiệp chế biến nông sản”.

Nghị quyết lần thứ 3 và Nghị quyết lần thứ 9 của Ban Chấp hành Trung Ương Đảng khoá IX vẫn xác định vấn đề sắp xếp, đổi mới các doanh nghiệp nhà nước là nhiệm vụ trọng tâm của các năm 2004 – 2005, thúc đẩy nhanh lộ trình thực hiện Đề án tổng thể sắp xếp, đổi mới doanh nghiệp nhà nước đã được phê duyệt, rà soát chiến lược, quy hoạch phát triển doanh nghiệp nhà nước, tiếp tục phân loại doanh nghiệp nhà nước, tổng công ty nhà nước để mở rộng diện các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá. Đẩy mạnh việc cổ phần hoá theo hình thức giữ nguyên vốn nhà nước hiện có và phát hành thêm cổ phiếu để huy động thêm vốn.

Thông qua các văn kiện này chúng ta thấy quan điểm về việc cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước của Đảng và nhà nước rất rõ ràng và kiên định :

Thứ nhất: Thực hiện cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước là vì mục tiêu, hiệu quả của sự phát triển và giữ vững định hướng Xã Hội Chủ Nghĩa. Do đó cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước ở nước ta không đồng nghĩa với tư nhân hóa như ở các nước phương Tây mà nhằm đa dạng hóa quyền sở hữu, tạo điều kiện thu hút vốn nhàn rỗi trong dân chúng, phát huy nội lực để phát triển kinh tế. Vẫn xem kinh tế quốc doanh là chủ đạo trong nền kinh tế đất nước. Thể hiện qua việc nhà nước phân định ngành nào thực hiện cổ phần hóa, ngành nào chưa thực hiện. Đối với những doanh nghiệp quan trọng nhà nước vẫn nắm giữ một số lượng cổ phần chi phối, cổ phần ưu đãi nhằm hướng dẫn hoạt động của doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa không đi chệch hướng làm ảnh hưởng đến nền kinh tế đất nước.

Thứ hai: Thực hiện chủ trương cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước là xuất phát từ tình hình hoạt động kém hiệu quả của các doanh nghiệp nhà nước trong thời gian qua, nhằm mục đích chấn chỉnh lại hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước,

điều chỉnh cơ cấu nền kinh tế chứ không phải chạy theo xu hướng của các nước trên thế giới.

Thứ ba: Cổ phần hóa là một chủ trương lớn vì vậy quá trình thực hiện phải rất thận trọng không được làm ồ ạt như ở các nước Đông Âu ... Trước hết tiến hành thí điểm ở một số doanh nghiệp sau đó rút kinh nghiệm rồi mới nhân rộng ra quy mô cả nước

Về mặt quản lý nhà nước, hiện nay, việc xác định giá trị doanh nghiệp được quy định trong thông tư số 79/2002/TT-BTC ngày 12/09/2002 của Bộ Tài chính hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành Công ty cổ phần (theo Nghị định số 64/2002/NĐ-CP ngày 19 tháng 06 năm 2002), theo đó, ở Việt Nam áp dụng 02 phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp là Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo giá trị tài sản và Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo dòng tiền chiết khấu. Từng phương pháp được hướng dẫn cụ thể trong phần sau:

2.2.2. Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo giá trị tài sản.

2.2.2.1 Đối tượng áp dụng.

Là các Doanh nghiệp Nhà nước và các đơn vị phụ thuộc của Doanh nghiệp Nhà nước hoạt động trong các ngành nghề sản xuất, kinh doanh trừ những doanh nghiệp được định giá theo phương pháp DCF.

2.2.2.2 Giá trị thực tế của Doanh nghiệp.

Giá này được xác định trên cơ sở kết quả kiểm kê, phân loại và đánh giá xác định giá trị thực tế của toàn bộ tài sản để cổ phần hóa của doanh nghiệp theo giá thị trường tại thời điểm định giá.

a) Đối với tài sản là hiện vật:

- Chỉ đánh giá lại những tài sản của doanh nghiệp dự kiến sẽ tiếp tục sử dụng sau khi chuyển thành công ty cổ phần. Không đánh giá lại những tài sản doanh nghiệp không cần dùng, tài sản ứ đọng, tài sản chờ thanh lý được loại trừ không tính vào giá trị thực tế của doanh nghiệp cổ phần hóa như quy định tại Khoản 2 Điều 15 của Nghị định số 64/2002/NĐ-CP
- Giá trị thực tế của tài sản được xác định trên cơ sở của giá thị trường và chất lượng của tài sản tại thời điểm định giá.
- Giá trị của tài sản được xác định bằng giá trị còn lại theo tỷ lệ % so với nguyên giá tài sản mới mua sắm hoặc mới đầu tư xây dựng.

Việc xác định chất lượng tài sản của doanh nghiệp để cổ phần hóa phải đảm bảo các nguyên tắc quy định tại Khoản 1 Điều 17 của Nghị định số 64/2002/NĐ-CP. Cụ thể:

- ⇒ Đối với tài sản là nhà cửa, vật kiến trúc, máy móc thiết bị tiếp tục sử dụng thì chất lượng tài sản không dưới 20%.
- ⇒ Đối với tài sản là phương tiện giao thông tiếp tục sử dụng thì chất lượng tài sản phải không dưới 20% và phải đảm bảo các điều kiện để lưu hành theo quy định của Bộ Giao thông vận tải
- Giá thị trường dùng để xác định giá trị thực tế tài sản là:

- ⇒ Giá đang mua, bán trên thị trường cộng chi phí vận chuyển lắp đặt (nếu có) đối với những tài sản là máy móc thiết bị, phương tiện vận tải có lưu thông trên thị trường. Nếu là tài sản đặc thù không có lưu thông trên thị trường thì tính theo giá mua của những tài sản cùng loại, có cùng công suất hoặc tính năng tương đương. Trường hợp không có tài sản tương đương thì tính theo giá tài sản ghi trên sổ sách kế toán.
- ⇒ Đơn giá đầu tư xây dựng do cơ quan có thẩm quyền quy định đối với tài sản là sản phẩm đầu tư, xây dựng. Riêng đối với các công trình mới hoàn thành đầu tư xây dựng trong 03 năm trước khi cổ phần hóa thì sử dụng giá trị quyết toán công trình đã được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt.
- Đối với tài sản cố định đã hết khấu hao hoặc dụng cụ quản lý đã phân bổ hết giá trị nhưng đến thời điểm cổ phần hóa doanh nghiệp vẫn đang sử dụng thì phải đánh giá lại để tính bổ sung giá trị doanh nghiệp theo nguyên tắc quy định tại mục “a” nói trên

b) *Đối với tài sản bằng tiền:*

Được tính theo số dư vốn bằng tiền đã kiểm quỹ hoặc đã đối chiếu xác nhận với ngân hàng tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp. nếu số dư bằng ngoại tệ thì phải đánh giá lại theo tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên Ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

c) *Đối với các khoản nợ phải thu:*

Là các khoản nợ đã đối chiếu xác nhận hoặc đang luân chuyển tại thời điểm định giá.

d) *Đối với các khoản chi phí dở dang*

Bao gồm: Chi phí sản xuất kinh doanh, chi phí sự nghiệp, chi phí đầu tư xây dựng cơ bản sẽ được tính theo số dư chi phí thực tế trên sổ kế toán

e) *Đối với tài sản ký cược, ký quỹ ngắn hạn và dài hạn*

Tính theo số dư thực tế trên sổ kế toán đã đối chiếu xác nhận tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

f) *Đối với tài sản vô hình (nếu có)*

Tính theo giá trị còn lại đang hạch toán trên sổ kế toán.

g) *Đối với các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn*

Nếu công ty cổ phần sẽ tiếp tục kế thừa thì sẽ được tính theo số dư trên sổ kế toán. Riêng đối với các khoản đầu tư góp vốn, mua cổ phần của doanh nghiệp khác thì xác định lại giá trị cổ phần và giá trị vốn góp theo giá trị vốn chủ sở hữu thể hiện trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp mà doanh nghiệp cổ phần hóa góp vốn hoặc mua cổ phần tại thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa.

h) *Đối với tài sản là góp vốn liên doanh với nước ngoài:*

Trường hợp doanh nghiệp cổ phần hóa kế thừa thì giá trị tài sản góp vốn liên doanh được tính vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa trên cơ sở:

- Giá trị vốn chủ sở hữu (Không bao gồm số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi) được thể hiện trong báo cáo tài chính của công ty liên doanh tại thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa, đã được cơ quan kiểm toán độc lập kiểm toán.
- Tỷ lệ góp vốn liên doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Tỷ giá chuyển đổi giữa đồng ngoại tệ góp vốn với đồng Việt Nam theo tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố tại thời điểm định giá (Đối với trường hợp Công ty Liên doanh hạch toán bằng ngoại tệ).

Trường hợp doanh nghiệp góp vốn liên doanh với nước ngoài bằng giá trị quyền sử dụng đất thì giá trị quyền sử dụng đất cũng được tính vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa theo quy định trên.

Giá trị tài sản góp vốn liên doanh xác định trên cơ sở nêu trên là căn cứ để xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa; không điều chỉnh giá trị vốn góp liên doanh trên giấy phép đầu tư.

i) Đối với doanh nghiệp có lợi thế kinh doanh

Các lợi thế như vị trí địa lý, uy tín của doanh nghiệp, tính chất độc quyền về sản phẩm, mẫu mã, thương hiệu (nếu có) và có tỷ suất lợi nhuận sau thuế cao hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần nhất trước thời điểm định giá thì phải tính thêm giá trị lợi thế kinh doanh vào giá trị thực tế của doanh nghiệp cổ phần hóa theo quy định sau:

- Xác định giá trị lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp theo tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp trong 3 năm liền kề trước khi cổ phần hóa:

$$\begin{array}{cccc} \text{Giá trị lợi} & \text{Giá trị phần vốn} & \text{Tỷ suất lợi nhuận} & \text{Lãi suất trái} \\ \text{thế kinh} & \text{nà nước tại} & \text{sau thuế trên vốn} & \text{phiếu chính phủ} \\ \text{doanh của} & \text{doanh nghiệp theo} & \text{bình quân trong 3} & \text{kỳ hạn 10 năm tại} \\ \text{doanh} & \text{sổ kế toán tại thời} & \text{năm trước khi cổ} & \text{thời điểm gần} \\ \text{nghiệp} & \text{điểm định giá} & \text{phân hóa} & \text{nhất} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{Tỷ suất lợi nhuận sau} \\ \text{thuế trên vốn nhà nước} \\ \text{bình quân trong 3 năm} \\ \text{trước khi cổ phần hóa} \end{array} = \frac{\begin{array}{l} \text{Lợi nhuận sau thuế bình quân 3 năm liền} \\ \text{kề trước cổ phần hóa} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{Vốn nhà nước theo sổ kế toán bình quân 3} \\ \text{năm liền kề trước khi cổ phần hóa} \end{array}} = 100\%$$

- Trường hợp doanh nghiệp có giá trị thương hiệu đã được xác định hoặc đã được thị trường chấp cao hơn giá trị lợi thế kinh doanh theo quy định trên thì căn cứ vào giá trị thương hiệu đã phản ánh trên sổ kế toán hoặc giá trị được thị trường chấp nhận để tính vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa. Trường hợp thấp hơn thì tính thêm phần chênh lệch vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa.

j) Về giá trị quyền sử dụng đất

- Đối với diện tích đất doanh nghiệp Nhà nước đi thuê: Doanh nghiệp Nhà nước thực hiện cổ phần hóa sau khi chuyển sang Công ty cổ phần vẫn kế

thừa hợp đồng thuê đất và có trách nhiệm thực hiện đầy đủ các qui định về sử dụng đất đai của Nhà nước.

Trường hợp doanh nghiệp Nhà nước đã mua quyền sử dụng đất của các cá nhân hoặc pháp nhân khác bằng tiền có nguồn gốc từ ngân sách Nhà nước thì phải chuyển sang thuê đất như quy định tại điều 29 Nghị định số 04/2000/NĐ-CP ngày 11/02/2000 của chính phủ về thi hành luật sửa đổi bổ sung một số điều của Luật đất đai. Khi thực hiện cổ phần hóa chỉ tính vào giá trị doanh nghiệp phần chi phí để làm tăng giá trị sử dụng đất và giá trị tài sản trên đất như: Chi phí đền bù, giải toả, san lấp mặt bằng...

- Đối với diện tích đất doanh nghiệp đã được Nhà nước giao để kinh doanh nhà và hạ tầng mà doanh nghiệp không phải nộp hoặc đã nộp tiền thu về chuyển quyền sử dụng đất nhưng đến thời điểm định giá có phát sinh chênh lệch tiền thu về chuyển quyền sử dụng đất thì phải tính giá trị quyền sử dụng đất hoặc khoản chênh lệch về giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa.

Giá trị quyền sử dụng đất được xác định trên cơ sở khung giá chuyển quyền sử dụng đất hiện hành do cấp có thẩm quyền công bố.

- Đối với diện tích đất doanh nghiệp đã sử dụng để liên doanh với các doanh nghiệp trong nước thì giá trị quyền sử dụng đất góp vốn liên doanh cũng tính vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa như quy định tại mục h phần này.

k) *Giá trị các tài sản khác (nếu có)*

Giá trị thực tế của doanh nghiệp để cổ phần hóa là tổng số các khoản tại mục 2.2.2.2 nói trên.

2.2.2.3 Xác định giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp:

Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp: là phần còn lại sau khi lấy tổng giá trị thực tế của Doanh nghiệp trừ (-) đi các khoản nợ thực tế phải trả, số dư Quỹ Phúc lợi, Khen thưởng và số dư nguồn kinh phí sự nghiệp (nếu có)

Nợ thực tế phải trả là tổng số các khoản nợ bao gồm nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và nợ khác của Doanh nghiệp không bao gồm khoản nợ không phải trả có nguyên nhân từ phía chủ nợ như: Chủ nợ đã giải thể, phá sản, đã chết, đã bỏ trốn hoặc chủ nợ từ bỏ quyền đòi nợ.

2.2.3. Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo dòng tiền chiết khấu (phương pháp DCF).

2.2.3.1 Đối tượng áp dụng.

Phương pháp này được lựa chọn áp dụng để xác định giá trị các doanh nghiệp Nhà nước hoạt động trong các ngành dịch vụ thương mại, dịch vụ tư vấn, thiết kế xây dựng, dịch vụ tài chính, kiểm toán, tinh học và chuyển giao công nghệ: Có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân 5 năm liền kề của doanh nghiệp trước cổ phần hóa cao hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị Doanh nghiệp.

2.2.3.2 Căn cứ xác định:

Giá trị thực tế của Doanh nghiệp và giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp được xác định trên cơ sở:

- Báo cáo tài chính của doanh nghiệp trong 5 năm liền kề trước khi xác định giá trị doanh nghiệp.
- Phương án hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong 3-5 năm sau khi chuyển thành công ty cổ phần.
- Lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp và hệ số chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp được định giá.

2.2.3.3 Xác định giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp.

Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp ở thời điểm định giá được xác định theo công thức:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị thực tế vốn} \\ \text{Nhà nước} \end{array} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+K)^i} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

Trong đó:

$\frac{D_i}{(1+K)^i}$: Là giá trị hiện tại của cổ tức năm thứ i

$\frac{P_n}{(1+K)^n}$: là giá trị hiện tại của phần vốn Nhà nước năm thứ n

i: Thứ tự các năm kế tiếp kể từ năm xác định giá trị doanh nghiệp (i:1->n)

D_i: Khoản lợi nhuận sau thuế dùng để chia cổ tức năm thứ i:

n: Là số năm tương lai được lựa chọn (từ 3 đến 5 năm)

P_n : Giá trị vốn Nhà nước năm thứ n và được xác định theo công thức sau:

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{K - g}$$

D_{n+1} : Khoản lợi nhuận sau thuế dùng để chia cổ tức dự kiến của năm thứ $n+1$.

K : Tỷ lệ chiết khấu hay tỷ lệ hoàn vốn cần thiết của các nhà đầu tư khi mua cổ phần và được xác định theo công thức:

$$K = R_f + R_p$$

R_f : Tỷ suất lợi nhuận thu được từ các khoản đầu tư không rủi ro được tính bằng lãi suất của trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

R_p : Tỷ lệ phí rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu của các công ty ở Việt Nam được xác định theo bảng chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán quốc tế tại niên giám định giá hoặc do các công ty định giá xác định cho từng doanh nghiệp nhưng không vượt quá tỷ suất lợi nhuận thu được từ các khoản đầu tư không rủi ro (R_f)

g : Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của cổ tức và được xác định như sau

$$g = b \times R$$

b là tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại bổ sung vốn.

R là tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân của các năm tương lai.

(Ví dụ về việc xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp dòng tiền chiết khấu tại phụ lục số 4 đính kèm thông tư này).

2.2.3.4 Phần chênh lệch tăng giữa vốn Nhà nước thực tế để cổ phần hóa với vốn Nhà nước ghi trên sổ kế toán:

Phần này được hạch toán như một khoản lợi thế kinh doanh và được ghi nhận là tài sản cố định vô hình và được khấu hao theo chế độ Nhà nước quy định.

2.2.3.5 Giá trị thực tế của Doanh nghiệp:

Căn cứ vào giá trị thực tế phần vốn Nhà nước đã được xác định theo nguyên tắc trên, giá trị thực tế của doanh nghiệp cổ phần hóa tại thời điểm định giá theo phương pháp DCF được xác định như sau:

$$\begin{array}{ccccccccc} \text{Giá trị thực} & & \text{Giá trị thực} & & \text{Nợ} & & \text{Số dư bằng tiền} & & \text{Số dư nguồn} \\ \text{tế Doanh} & = & \text{tế phần vốn} & + & \text{phải} & + & \text{Quỹ khen} & + & \text{kinh phí sự} \\ \text{nghiệp} & & \text{Nhà nước} & & \text{trả} & & \text{thưởng, phúc lợi} & & \text{nghiệp (Nếu có)} \end{array}$$

2.2.4. Phụ lục 4: ví dụ minh họa

2.2.4.1 Ví dụ 1:

Xác định giá trị thực tế vốn nhà nước của công ty a thời điểm 31/12/2000

Với số liệu tài chính của công ty từ năm 1996 – 2000 như sau:

Đơn vị: Triệu đồng.

Năm	1996	1997	1998	1999	2000
Lợi nhuận sau thuế	160	275	236	177	292
Vốn Nhà nước (không bao gồm số dư Quỹ khen thưởng, phúc lợi)	790	998	1110	1329	1337

- Dự đoán lợi nhuận sau thuế của 4 năm tương lai

Tỷ lệ tăng trưởng bình quân ổn định lợi nhuận sau thuế trong quá khứ (từ năm 1996-2000)

$$292 = 160 (1+T)^4 \rightarrow T = 16.2\%$$

P sau thuế năm 2001 = P sau thuế năm 2000 x 116.2% = 292 x 116.2% = 339 tr

(Thường thì P sau thuế của năm kế tiếp xác định giá trị doanh nghiệp lấy theo số ước tính của doanh nghiệp)

Tương tự xác định P của các năm tiếp theo:

P sau thuế năm 2002: 394 tr.

P sau thuế năm 2003: 485 tr.

P sau thuế năm 2004: 532 tr

- Ước tính khoản lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức:

Chỉ tiêu này phụ thuộc vào quy chế tài chính và hạch toán kinh doanh đối với doanh nghiệp ngoài quốc doanh (Dự kiến là 50% lợi nhuận sau thuế)

$$D1 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2001 = 50\% \times 339 = 170 \text{ tr.}$$

$$D2 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2002 = 197 \text{ tr.}$$

$$D3 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2003 = 229 \text{ tr}$$

$$D4 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2004 = 266 \text{ tr.}$$

- Dự kiến vốn Nhà nước 4 năm tương lai (2001-2004)

Vốn nhà nước năm 2001 = vốn Nhà nước năm 2000 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2001 = 1439 tr.

Vốn Nhà nước năm 2002 = vốn Nhà nước năm 2001 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2002 = 1557 tr.

Vốn Nhà nước năm 2003 = vốn Nhà nước năm 2002 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2003 = 1694 tr.

Vốn Nhà nước năm 2004 = vốn Nhà nước năm 2003 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2004 = 1853 tr.

- Xác định tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước bình quân (2001-2004):

$$R = (R1 + R2 + R3 + R4)/4$$

$$R1: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2001} = 339/1439 = 0.235.$$

$$R2: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2002} = 394/1577 = 0.25$$

$$R3: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2003} = 458/1694 = 0.27$$

$$R4: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2004} = 532/1853 = 0.287$$

- Xác định tỷ số g (Tỷ số tăng trưởng hàng năm của cổ tức):

$$g = b \times R$$

b: Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế dùng để bổ sung vốn.

Trường hợp này b được xác định bằng 30% lợi nhuận sau thuế.

$$g = 30\% \times 0.26 = 0.078$$

- Xác định tỷ lệ chiết khấu (hay tỷ lệ hoàn vốn cần thiết).

$$K = R_f + R_p = 8.3\% + 9.61\% = 17.91\%$$

R_f : Lãi suất trái phiếu Chính phủ thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp = 8.3%.

R_p : = 9.61% (tạm xác định theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán trên thế giới tại Niên giám định giá 1999, Ibbotson Associates, Inc)

- Ước tính giá trị vốn Nhà nước năm tương lai thứ 3 ($n = 3$)

$$P_{2003} = \frac{D_{2004}}{K - g} = \frac{266}{0.1791 - 0.078} = \frac{266}{0.1011} = 2631 \text{ trđ}$$

- Tính giá trị vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá (31/12/2000):

$$\begin{aligned} \text{Giá trị thực tế} &= \frac{170}{(1+0.1791)^1} + \frac{197}{(1+0.1791)^2} + \frac{229}{(1+0.1791)^3} + \frac{2631}{(1+0.1791)^3} \\ \text{vốn Nhà nước} &= (144 + 141 + 139) + 1604 = 2,028 \text{ tr.} \end{aligned}$$

Như vậy, giá trị thực tế vốn Nhà nước của công ty A tại thời điểm xác định là 2,028 triệu.

Giá trị thực tế doanh nghiệp = giá trị thực tế vốn Nhà nước + Nợ phải trả +
Quỹ khen thưởng, phúc lợi

2.2.4.2 Ví dụ 2:

Xác định giá trị thực tế vốn nhà nước của công ty B thời điểm 31/12/2000

Số liệu quá khứ của công ty từ năm 1996 – 2000 như sau:

Đơn vị tính: Triệu đồng

Năm	1996	1997	1998	1999	2000
Lợi nhuận sau thuế	452	498	578	570	623
Vốn Nhà nước (không bao gồm số dư Quỹ khen thưởng, phúc lợi)	4500	4605	4809	5448	5734

Công ty đã xây dựng kế hoạch chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế 4 năm trong tương lai như sau:

Năm	2001	2002	2003	2004
Lợi nhuận sau thuế	800	1100	1500	2000

Số liệu đó có tính khả thi, công ty chứng minh có thể thực hiện được, có thể sử dụng để tính toán.

- Ước tính khoản lợi nhuận sau thuế để chia lợi tức:

Chỉ tiêu này phụ thuộc vào quy chế tài chính và hạch toán kinh doanh đối với doanh nghiệp ngoài quốc doanh (dự kiến là 50% lợi nhuận sau thuế)

$$D1 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2001 = 50\% \times 800 = 400 \text{ tr.}$$

$$D2 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2002 = 50\% \times 1100 = 550 \text{ tr.}$$

$$D3 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2003 = 50\% \times 1500 = 750 \text{ tr.}$$

$$D4 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2004 = 50\% \times 2000 = 1000 \text{ tr.}$$

- Dự kiến vốn Nhà nước 4 năm tương lai (2001 – 2004)

Vốn Nhà nước năm 2001 = Vốn Nhà nước năm 2000 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2001 = 5974 tr.

Vốn Nhà nước năm 2002 = Vốn Nhà nước năm 2001 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2002 = 6304 tr.

Vốn Nhà nước năm 2003 = Vốn Nhà nước năm 2002 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2003 = 6754 tr.

Vốn Nhà nước năm 2004 = Vốn Nhà nước năm 2003 + 30% lợi nhuận sau thuế năm 2004 = 7354 tr.

- Xác định tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước bình quân (2001 – 2004)

$$R = (R1 + R2 + R3 + R4)/4$$

$$R1: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2001} = 800/5974 = 0.134.$$

$$R2: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2002} = 1100/6304 = 0.174$$

$$R3: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2003} = 1500/6754 = 0.222$$

$$R4: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2004} = 2000/7354 = 0.272$$

- Xác định chỉ số g (Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm cổ tức)

$$g = b \times R$$

b: Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để bổ sung vốn.

Trường hợp này b được xác định = 30% lợi nhuận sau thuế.

$$g = 30\% \times 0.2 = 0.06$$

- Xác định tỷ lệ chiết khấu (hay tỷ lệ hoàn vốn cần thiết)

$$K = R_f + R_p = 8.3\% + 9.61\% = 17.91\%$$

R_f : lãi suất trái phiếu Chính phủ thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp = 8.3%.

R_p : = 9.61% (Tạm xác định theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán trên thế giới tại Niên giám định giá 1999, Ibbotson Associates, Inc)

- Ước tính giá trị vốn Nhà nước năm tương lai thứ 3 ($n = 3$)

$$\begin{aligned} P_{2003} &= \frac{D_{2004}}{K - g} = \frac{400}{(1 + 0.1791)^1} + \frac{550}{(1 + 0.1791)^2} + \frac{750}{(1 + 0.1791)^3} + \frac{8396}{(1 + 0.1791)^4} \\ (P_n) &= (339 + 395 + 457) + 5121 = 6312 \text{ tr.} \end{aligned}$$

Như vậy, giá trị thực tế vốn Nhà nước của công ty B tại thời điểm xác định là 6312 triệu.

Giá trị thực tế doanh nghiệp = giá trị thực tế vốn Nhà nước + nợ phải trả + quỹ khen thưởng, phúc lợi.

(Xem thêm phụ lục 2 và phụ lục 3 về cách xác định giá trị doanh nghiệp của Công ty cổ phần SX-TM May Sài Gòn)

2.3. NHỮNG YẾU TỐ CƠ BẢN TẠO THÀNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Ở NƯỚC TA.

2.3.1. Giá trị tài sản cố định thấp:

Phần lớn giá trị tài sản cố định trong các doanh nghiệp nhà nước của chúng ta cũ kỹ, không đồng bộ và lạc hậu nên có giá trị thấp. Theo thống kê của Bộ khoa học công nghệ và môi trường ở thời điểm đầu năm 2002, khi kiểm tra 727 thiết bị, 3 dây chuyền sản xuất của 42 cơ sở thì có tới 76% số máy thuộc thế hệ những năm 1950 – 1960. 70% số máy này đã khấu hao hết, 50% là máy móc tân trang lại.

2.3.2. Giá trị thương hiệu.

Giá trị thương hiệu bao gồm khả năng cung cấp thêm giá trị gia tăng cho sản phẩm và dịch vụ của doanh nghiệp, giá trị gia tăng này có thể được dùng để doanh nghiệp thay đổi giá cả (tạo ra giá bán cao hơn), làm giảm chi phí tiếp thị và tạo ra nhiều cơ hội để bán hàng, gia tăng doanh số bán hàng. Và khi chuyển giao doanh nghiệp, giá trị thương hiệu sẽ được định giá căn cứ vào khả năng tạo thêm lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Nhìn chung thương hiệu của Việt Nam mới dành được sự chú ý của một số ít doanh nghiệp, trong định vị giá trị của doanh nghiệp còn lệch lạc, chưa được chú ý đúng mức – vì thế giá trị của thương hiệu trong tổng giá trị của doanh nghiệp còn rất nhiều hạn chế. Việc đầu tư cho thương hiệu, cả bộ máy và con người lẫn kinh phí đầu tư, thông thường là thiếu hụt và yếu kém. Kiến thức về thương hiệu, trình độ và kỹ thuật tổ chức các hoạt động từ xây dựng, quảng bá đến bảo vệ thương hiệu của các doanh nghiệp Việt Nam nhìn chung còn nhiều bất cập, chưa được bổ sung và cập nhật kịp thời so với thế giới. Thêm nữa, việc xây dựng và đăng ký thương

hiệu gần đây đã được các doanh nghiệp chú ý, song đa phần mang tính hưởng ứng theo phong trào. Số làm ăn bài bản, mang tính chiến lược, ổn định còn rất thấp; Và trên bình diện kinh tế quốc dân, sự hỗ trợ của nhà nước đã có song còn hạn chế, mà lớn nhất là sự thiếu sự phối hợp liên kết thành một chương trình mục tiêu.

2.3.3. Tỷ suất sinh lợi vốn đầu tư, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp nhà nước thấp.

Theo thống kê vào thời điểm ngày 31/12/2001, số doanh nghiệp nhà nước hoạt động có lãi chỉ là 40%, còn lại là hoạt động chưa và không hiệu quả. Tỷ suất sinh lợi trên vốn nhà nước chưa cao và có xu hướng giảm dần theo thống kê ở bảng sau:

Năm	1996	1997	1998	1999	2000
Tỷ suất sinh lợi trên vốn nhà nước	11,2%	9,3%	9,1%	9,1%	9,5%

Bảng 2.1: Tỷ suất sinh lợi trên vốn nhà nước.

(Nguồn: Niên giám thống kê)

2.3.4. Khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp nhà nước thấp:

Khả năng này của doanh nghiệp nhà nước là khá thấp so với doanh nghiệp loại hình khác (doanh nước ngoài và khu vực kinh tế tư nhân), và có thể nói doanh nghiệp nhà nước chưa đủ sức hội nhập hợp tác quốc tế khu vực và thế giới. Nguyên nhân của sức cạnh tranh thấp là do chất lượng sản phẩm sản xuất ra thấp, giá thành sản phẩm cao, giá bán cao so với các nước khác trên thế giới. Mặt khác còn do tình trạng tham nhũng tràn lan trong nền kinh tế nên doanh nghiệp phải gánh rất nhiều khoản chi phí khiến giá thành sản xuất cũng tăng cao.

2.3.5. Quản lý vốn lỏng lẻo, tỷ lệ nợ xấu, nợ không có khả năng thu hồi rất cao:

Theo báo cáo kiểm kê và thời điểm 0 giờ ngày 01/01/2000, tổng số nợ tồn đọng của các doanh nghiệp nhà nước (bao gồm cả hệ thống ngân hàng thương mại là 31.932 tỷ đồng, chiếm 6% tổng số nợ của doanh nghiệp nhà nước và chiếm 25,6% tổng giá trị còn lại tài sản cố định của các doanh nghiệp nhà nước. Trong đó nợ quá hạn là 21.215 tỷ đồng, chiếm 11,3% tổng số nợ phải thu của các doanh nghiệp nhà nước và chiếm 17% tổng giá trị còn lại tài sản cố định của các doanh nghiệp nhà nước. Nợ phải trả quá hạn là 10.717 tỷ đồng, chiếm 3% tổng số nợ phải trả của các doanh nghiệp nhà nước và chiếm 8,6% tổng giá trị còn lại tài sản cố định của các doanh nghiệp nhà nước. Thực trạng nợ tồn đọng của các doanh nghiệp nhà nước cho thấy đây là một vấn đề rất bức xúc và nghiêm trọng. Nó đã và đang làm cho hoạt động tài chính của doanh nghiệp cũng như toàn nền kinh tế quốc dân không lành mạnh, đồng thời gây trở ngại lớn cho tiến trình sắp xếp và chuyển đổi sở hữu doanh nghiệp nhà nước. Số liệu thống kê trên cũng cho thấy, tổng số nợ của doanh nghiệp nhà nước lớn gấp hơn 4 lần tổng giá trị còn lại tài sản cố định của doanh nghiệp nhà nước. Trong đó số nợ đã đến hạn chiếm tỷ lệ khá cao là 10,3% tổng số nợ.

2.4. NHỮNG THIẾU SÓT CƠ BẢN KHI XÂY DỰNG CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở NƯỚC TA.

Thông qua các hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp của Bộ Tài chính, chúng ta có thể thấy một số hiện trạng của vấn đề định giá doanh nghiệp ở Việt Nam như sau:

2.4.1. Phương pháp định giá không bao quát hết các loại hình doanh nghiệp có các đặc điểm kinh tế kỹ thuật khác nhau.

Hai phương pháp định giá doanh nghiệp theo hướng dẫn của Bộ tài chính hiện nay chưa bao quát hết các loại hình doanh nghiệp có các đặc điểm kinh tế kỹ thuật khác nhau. Nhất là đối với Việt Nam, đã có một quá trình giao vốn ngân sách cho các doanh nghiệp khá phức tạp do tình hình kinh tế, lịch sử của chúng ta trước đây; và có một tỷ lệ đáng kể vốn ngân sách được giao cho các doanh nghiệp là vốn ghi sổ, nhất là ngành bảo hiểm và ngành ngân hàng. Điều này đã dẫn đến khó khăn là chúng ta không thể định giá đúng được giá trị các doanh nghiệp trong các ngành này.

2.4.2. Kỹ thuật định giá còn quá đơn giản và khó chính xác.

Hai phương pháp quy định trong thông tư 79 của Bộ tài chính được trình bày ở trên tỏ ra khó chính xác khi xác định giá trị trong thực tế vì các lý do sau:

- Phương pháp 1: Đây là phương pháp cộng dồn giá trị tài sản căn cứ vào sổ sách kế toán, phương pháp này có hạn chế là giá cả trên sổ sách kế toán thường là giá lịch sử, không phản ánh đúng giá thị trường hiện tại. Đối với tài sản đánh giá lại thì lại phụ thuộc vào chủ quan của người đánh giá, nên thường xảy ra mức chênh lệch khá lớn giữa các thành viên trong hội đồng định giá lại khi định giá các tài sản này.
- Phương pháp 2: Do phương pháp này căn cứ vào các dòng tiền trong tương lai nên đòi hỏi khả năng lập kế hoạch và dự báo phải chính xác và có tính khả thi cao. Đây cũng là điểm yếu của chúng ta, do vậy khả năng chính xác cũng hạn chế.

Thêm nữa, đối với giá trị thương hiệu, chúng ta chỉ mới quan tâm đến các yếu tố như vị trí địa lý, tính chất độc quyền của sản phẩm, đây là những yếu tố mang đến lợi nhuận siêu ngạch cho doanh nghiệp. Chúng ta chưa quan tâm tới yếu tố con người trong các doanh nghiệp này, nhất là những người quản lý, điều hành, thợ lành nghề, chuyên gia nắm bí quyết sản xuất v.v. Đây có thể coi là một thiếu sót khá lớn khi xác định giá trị doanh nghiệp, vì những người này có ảnh hưởng rất lớn tới sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp.

Ngoài ra, chúng ta cũng chưa quan tâm tới giá trị của khách hàng cấu thành trong giá trị doanh nghiệp, chắc chắn rằng một doanh nghiệp có một lượng khách hàng lớn và trung thành phải được đánh giá cao hơn một doanh nghiệp chỉ phục vụ cho khách vắng lai. Điều này dễ dàng nhận thấy đối với các doanh nghiệp kinh doanh bán lẻ hàng tiêu dùng như siêu thị chẳng hạn.

2.4.3. Các báo cáo tài chính không phản ánh thực chất tình trạng hoạt động và hiệu quả của doanh nghiệp. Hệ thống thông tin thống kê quá sơ sài và ít tin cậy.

Do việc quản lý lỏng lẻo, đồng thời còn thiếu các chuẩn mực kế toán, cũng như thiếu cơ chế kiểm tra, kiểm toán báo cáo tài chính hữu hiệu khiến cho các số liệu trên báo cáo tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam trở nên thiếu tin cậy. Việc lập các báo cáo để “báo công” nhằm phục vụ cho mục đích đánh bóng thành tích của Ban lãnh đạo doanh nghiệp đã khiến cho các báo cáo tài chính luôn được “sạch và đẹp” đã che dấu các khiếm khuyết của doanh nghiệp; Hoặc với mục đích làm cho doanh nghiệp có giá thật rẻ để các cổ đông tương lai (chủ yếu là những người đang làm việc trong doanh nghiệp này và có quyền trong quá trình cổ phần

hoá) mong muốn thu được lợi nhuận cao do mua cổ phiếu này và bán cổ phiếu lại về sau này, các chỉ số về tình hình tài chính và hoạt động kinh doanh có thể được thay đổi theo hướng xấu đi.

2.4.4. Thiếu hệ thống phương pháp luận định giá doanh nghiệp và chuyên gia lành nghề.

Xác định giá trị doanh nghiệp theo giá thị trường thực sự là một vấn đề hết sức mới mẻ đối với nước ta, do vậy chưa có sẵn một đội ngũ chuyên gia có đầy đủ năng lực chuyên môn, kinh nghiệm cũng như đạo đức nghề nghiệp sẵn sàng tham gia vào hoạt động xác định giá doanh nghiệp phục vụ cho tiến trình cổ phần hoá các doanh nghiệp Nhà nước. Chính vì vậy trong thời gian qua, nhiều doanh nghiệp được lựa chọn để tiến hành cổ phần hoá đã không thể xây dựng được phương án; Mặt khác, các thành viên Hội đồng xác định giá trị Doanh nghiệp các cấp cũng rất lúng túng khi xử lý những vấn đề mới phát sinh trong quá trình xác định giá. Đây cũng là một trong những khó khăn của tiến trình cổ phần hoá nói chung và xác định giá doanh nghiệp nói riêng.

2.4.5. Thiếu thị trường chứng khoán hiệu quả làm thông tin phản hồi để xác định giá doanh nghiệp.

Một thị trường chứng khoán hoạt động có hiệu quả sẽ giúp các nhà đầu tư xác định được giá trị và giá cả cổ phiếu của các công ty cổ phần. Tuy nhiên chúng ta lại thiếu một thị trường chứng khoán có hiệu quả để làm công tác này, giá cả chứng khoán biến động trên thị trường chứng khoán đã không phản ánh được giá trị của công ty niêm yết hay hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty này. Vấn đề này khiến cho khả năng định giá doanh nghiệp thông qua thị trường chứng khoán bị

hạn chế rất nhiều. Một trong những vòng luẩn quẩn là hàng hoá dành cho thị trường chứng khoán thiếu hụt và đơn điệu, dẫn đến sự quan tâm của các nhà đầu tư rất thấp; và do thiếu hụt các hoạt động của nhà đầu tư nên chứng khoán có tính thanh khoản thấp, thị trường chứng khoán đóng băng, hoạt động không có sinh khí.

2.4.6. Thiếu thông tin thị trường:

Thông tin thị trường là vấn đề hết sức cần thiết trong việc xác định giá trị tài sản, nhất là các phương pháp liên quan đến kinh nghiệm hay so sánh, kể cả so sánh trực tiếp hoặc so sánh tương quan. Trong thời gian qua, khi xác định giá tài sản hữu hình của những doanh nghiệp cổ phần hoá, người xác định giá đã gặp phải khó khăn là không có thông tin về những giao dịch tài sản trên thị trường. Cho nên ở nhiều địa phương, như Thành phố Hồ Chí Minh, khi xác định giá trị bất động sản (Nhà xưởng, mặt bằng, kho bãi) đã phải sử dụng bảng giá tối thiểu của nhà cửa, vốn được ban hành để tính thuế trước bạ, để xác định giá trị bất động sản tại những doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hoá.

CHƯƠNG 3: MỘT SỐ GIẢI PHÁP ĐỂ HOÀN THIỆN CÔNG TÁC ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM

3.1. XÂY DỰNG CÁC QUY ĐỊNH PHÁP LÝ HOÀN CHỈNH VỀ HOẠT ĐỘNG ĐỊNH GIÁ, NHẤT LÀ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ QUYỀN SỬ DỤNG ĐẤT, GIÁ TRỊ CỦA THƯƠNG HIỆU.

Nhà nước cần hoàn chỉnh hơn nữa các quy định pháp lý về hoạt động định giá cũng như các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp, nhất là giá trị thương hiệu, tài sản cố định vô hình, giá trị quyền sử dụng đất .v.v. Mặt khác, nhà nước cần thống nhất và làm rõ hơn các quan điểm và mục tiêu của chính sách cổ phần hoá nhằm hỗ trợ cho hoạt động định giá. Việc thiếu sự đồng bộ trong thực hiện, hướng dẫn chậm hoặc cứng nhắc trong việc khống chế tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của mỗi nhà đầu tư tư nhân cũng như nhà đầu tư nước ngoài cũng là nguyên nhân làm chậm tiến trình xác định giá.

Một ví dụ minh chứng cho vấn đề này là sự kiện nhà nước thông báo khả năng cổ phần hoá Ngân hàng Vietcombank, đã có những thông tin về một số quỹ đầu tư nước ngoài sẵn sàng tài trợ chi phí thuê chuyên gia nước ngoài xác định giá trị của Ngân hàng Vietcombank, đổi lại họ được quyền mua một tỷ lệ cổ phần của Vietcombank theo giá thị trường khi ngân hàng này được cổ phần hoá. Điều này cho thấy rằng nếu có sự thống nhất về quan điểm thực hiện cổ phần hoá và có các quy định pháp lý hoàn chỉnh về cổ phần hoá thì vấn đề xác định giá trị doanh nghiệp phục vụ mục tiêu cổ phần hoá sẽ được suôn sẻ hơn.

3.2. NÂNG CAO TÍNH HIỆU QUẢ CỦA HỆ THỐNG THỐNG KÊ. CÁC SỐ LIỆU THỐNG KÊ VỀ NỀN KINH TẾ PHẢI CÓ KHẢ NĂNG TIN CẬY VÀ CÓ TÍNH MINH BẠCH CAO.

Chúng ta cần hoàn thiện hơn nữa hệ thống chế độ thông tin thống kê hiện nay. Chúng ta phải thấy rõ tình hình hiện tại của nền kinh tế thì mới có giải pháp khắc phục các tồn tại hay phát huy các ưu thế được. Nhà nước cũng cần đề ra và thực thi một chế độ công bố thông tin rõ ràng và hiệu quả hơn, làm sao để mọi người dân có thể biết được các số liệu như mức độ nợ nước ngoài, hiệu quả sử dụng vốn ngân sách, tỷ lệ lạm phát thực .v.v. từ đó họ có thể xác định được thu nhập thực và mức độ rủi ro khi đầu tư vào một tài sản nào đó (hoặc một doanh nghiệp nào đó), và giá trị của tài sản đó (hay doanh nghiệp đó) cũng dễ dàng được xác định, vì giá trị của tài sản (hay doanh nghiệp) phụ thuộc rất nhiều vào các lợi ích mà nó đem lại cho người sử dụng.

Hiện nay, chúng ta đã có bộ Luật thống kê. Bộ Luật này đã ban hành vào giữa năm 2003 với mục tiêu nâng cao hiệu quả công tác thống kê, đảm bảo thông tin thống kê trung thực, khách quan, chính xác, đầy đủ, kịp thời, phục vụ các cơ quan nhà nước trong việc đánh giá, dự báo tình hình, hoạch định chiến lược, chính sách, xây dựng kế hoạch phát triển kinh tế – xã hội và đáp ứng nhu cầu thông tin, thống kê của các tổ chức, cá nhân khác, tăng cường hiệu lực quản lý Nhà nước về công tác thống kê. Tuy nhiên, việc thực thi bộ Luật này chưa được các doanh nghiệp nghiêm túc thực hiện do nhiều nguyên nhân, trong đó có nguyên nhân chế tài chưa đủ mạnh và lợi ích các doanh nghiệp được hưởng từ bộ Luật này không

nhiều. Các số liệu thống kê chỉ được cung cấp giới hạn trong phạm vi các cơ quan quản lý nên hiệu quả khai thác chưa cao.

Thế nên, Nhà nước cần quy định rõ ràng và chặt chẽ hơn nữa chế độ báo cáo thống kê của doanh nghiệp; Tuyên truyền cho mọi người biết được lợi ích của số liệu thống kê; Công khai các thông tin thống kê liên quan đến lợi ích của doanh nghiệp; Tích cực khuyến khích các doanh nghiệp sử dụng thông tin thống kê để hoạch định kế hoạch sản xuất kinh doanh; Có quy định chế tài mạnh mẽ các doanh nghiệp không thực hiện đầy đủ chế độ báo cáo thống kê.

3.3. PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN LÀM CƠ SỞ ĐỂ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT.

Xây dựng hệ thống công bố thông tin công khai theo hướng: nâng cao chất lượng hoạt động công bố thông tin của các tổ chức tham gia thị trường, chuẩn hóa các nội dung thông tin được công bố, hoàn thiện hệ thống thông tin trực tuyến giữa trung tâm giao dịch chứng khoán với công ty chứng khoán, kiểm tra, giám sát và có chế tài xử lý các vi phạm về công bố thông tin.

Nâng cao năng lực nghiệp vụ chuyên môn và quản lý tài sản đối với các công ty chứng khoán.

Áp dụng thông lệ các chuẩn mực kế toán, kiểm toán quốc tế đối với các tổ chức tham gia thị trường nhằm nâng cao chất lượng và hoàn thiện công tác kế toán, kiểm toán.

Lựa chọn chứng khoán có chất lượng để niêm yết trên thị trường chính thức, nghiên cứu xây dựng thị trường giao dịch cổ phiếu của các doanh nghiệp nhỏ và

vừa không đủ điều kiện niêm yết trên thị trường chính thức nhằm: tạo điều kiện cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ có thể đưa cổ phiếu của mình tại thị trường có tổ chức một cách thuận tiện, nâng cao tính thanh khoản cho cổ phiếu, phát huy khả năng huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán để mở rộng sản xuất kinh doanh, từng bước thu hẹp hoạt động của thị trường giao dịch chứng khoán tự do, đưa thị trường tự do vào quỹ đạo quản lý Nhà nước, đảm bảo cho thị trường phát triển lành mạnh và ổn định.

Nghiên cứu thành lập tổ chức định mức tín nhiệm nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu cũng như tổ chức tốt thị trường trái phiếu thứ cấp.

Tuyên truyền, phổ cập kiến thức về thị trường chứng khoán qua các phương tiện thông tin đại chúng, hội thảo, tọa đàm hoặc các chuyên đề tuần lễ chứng khoán, in ấn các tờ rơi, các sách hướng dẫn cầm nang...nhằm nâng cao dân trí về thị trường chứng khoán

Hoàn thiện hệ thống giao dịch, nâng cao khả năng kết nối từ công ty chứng khoán đến trung tâm lưu ký, trung tâm thanh toán...từng bước tạo điều kiện dễ dàng thuận lợi cho nhà đầu tư trong việc tiếp cận các giao dịch thông qua mạng Internet, Mobile phone, Fax, Telex...

Tăng cường thanh tra, giám sát, xử lý vi phạm trên thị trường chứng khoán và phải được thực hiện một cách thường xuyên liên tục nhằm nhanh chóng phát hiện những dấu hiệu vi phạm để có cách xử lý cần thiết, kịp thời, đảm bảo sự công bằng, nghiêm minh của pháp luật, bảo vệ quyền lợi chính đáng của các tổ chức cá nhân tham gia thị trường chứng khoán

Phát triển các định chế quỹ đầu tư chứng khoán nhằm tạo ra đội ngũ các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp định hướng đầu tư cho thị trường.

Khuyến khích phát triển thị trường thông qua ưu đãi thuế, phí theo hướng tạo ra những ưu đãi nhất định cho các đối tượng tham gia như các công ty niêm yết, công ty chứng khoán, nhà đầu tư trong và ngoài nước, đặc biệt là các định chế đầu tư chuyên nghiệp như công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán.

Mở rộng phạm vi đầu tư và nâng cao tỷ lệ nắm giữ chứng khoán đối với nhà đầu tư nước ngoài.

Sắp xếp, hoàn thiện tổ chức bộ máy Ủy ban chứng khoán, trung tâm giao dịch chứng khoán nhằm nâng cao khả năng quản lý, điều hành giám sát thị trường một cách linh hoạt và có hiệu quả.

3.4. XÂY DỰNG MỘT ĐỘI NGŨ CÁC NHÀ THẨM ĐỊNH GIÁ CÓ NĂNG LỰC VÀ CHUYÊN NGHIỆP.

Đào tạo một đội ngũ các nhà thẩm định giá có năng lực, chuyên nghiệp và có đạo đức nghề nghiệp đã trở thành một nhu cầu cấp thiết hiện nay, vì nhu cầu thẩm định xác định giá trị doanh nghiệp để cổ phần hoá, chuyển giao phần vốn hùn giữa các bên liên doanh .v.v. đã tăng dần trong thời gian qua. Hiện nay, các hoạt động này thường được các chuyên gia của các tổ chức như Quỹ tiền tệ thế giới (IMF), Ngân hàng Thế giới (WB), hoặc các chuyên gia của bên nước ngoài trong liên doanh thực hiện. Vì phụ thuộc vào nước ngoài nên chi phí để xác định giá trị một doanh nghiệp khá cao; Đối với các hợp đồng liên doanh, chúng ta lại thường bị động trong thương lượng giá trị doanh nghiệp khi kết thúc hợp đồng liên doanh hoặc

phải chuyển nhượng phần hồn liên doanh; hoặc giá trị máy móc bên nước ngoài đem góp vốn v.v. điều này đã khiến chúng ta bị thiệt hại rất nhiều do chỉ có thể căn cứ trên giá trị sổ kế toán hoặc giá trị mà bên nước ngoài đưa ra.

Tuy nhiên, để đào tạo một đội ngũ chuyên viên thẩm định giá đáp ứng được các yêu cầu trên không phải là vấn đề đơn giản, vì khá khó khăn để đào tạo một chuyên viên có kiến thức vững vàng về toán – thống kê, đồng thời cũng giỏi các kiến thức về kinh tế. Chúng ta nên tuyển chọn các nhà toán học, sinh viên chuyên ngành toán – thống kê và hợp tác với các chương trình của các trường hoặc viện nghiên cứu nước ngoài để đào tạo chuyên ngành mới mẻ này.

Trước mắt, chúng ta có thể xây dựng các chính sách ưu đãi về thuế, hạ tầng cơ sở, chính sách luật pháp rõ ràng để thu hút các công ty kiểm định và xếp loại doanh nghiệp quốc tế hoạt động và kinh doanh ở Việt Nam. Qua quá trình hoạt động của mình, các công ty này sẽ đào tạo nhân lực, thiết lập các quy trình, xây dựng hệ thống số liệu cho công tác định giá dành cho nền kinh tế Việt Nam. Như thế, trình độ chuyên môn của các chuyên gia định giá ở Việt Nam có thể bắt kịp với trình độ của các chuyên gia trên thế giới.

3.5. XÂY DỰNG HOÀN CHỈNH HỆ THỐNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH KẾ TOÁN MINH BẠCH VÀ CHÍNH XÁC TẠI DOANH NGHIỆP

Việc thiếu một hệ thống chuẩn mực kế toán đầy đủ đã khiến các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trở nên thiếu tin cậy, kết quả là số liệu giá trị tài sản của doanh nghiệp thể hiện trên báo cáo tài chính cũng trở nên kém tin cậy. Do vậy chúng ta cần phải xây dựng một hệ thống chuẩn mực kế toán đầy đủ hơn nữa. Điều này có thể được thực hiện thông qua tham khảo các chuẩn mực kế toán được

thừa nhận rộng rãi trên thế giới, các chuẩn mực của các hiệp hội kế toán nước ngoài (như CPA hoặc ACCA). Đồng thời đòi hỏi các doanh nghiệp cần tuân thủ đầy đủ các chuẩn mực và nguyên tắc kế toán này, có chính sách thích hợp kiểm tra tính xác thực các báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Có như thế, các báo cáo tài chính mới phản ánh đúng tình hình tài chính cũng như kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, và Nhà nước cũng như người dân có thể thấy được hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Theo các quyết định của Bộ trưởng Bộ tài chính đến thời điểm này, Bộ tài chính đã ban hành 16 chuẩn mực kế toán sau đây (Ban hành thành 03 đợt):

- Chuẩn mực số 01: chuẩn mực chung.
- Chuẩn mực số 02: Hàng tồn kho.
- Chuẩn mực số 03: Tài sản cố định hữu hình.
- Chuẩn mực số 04: Tài sản cố định vô hình.
- Chuẩn mực số 05: Bất động sản đầu tư.
- Chuẩn mực số 06: thuê tài sản.
- Chuẩn mực số 07: Kế toán các khoản đầu tư vào công ty liên kết.
- Chuẩn mực số 08 Thông tin tài chính về các khoản góp vốn liên doanh.
- Chuẩn mực số 10: Ảnh hưởng của việc thay đổi tỷ giá hối đoái.
- Chuẩn mực số 14: Doanh thu và thu nhập khác.
- Chuẩn mực số 15: Hợp đồng xây dựng.
- Chuẩn mực số 16: Chi phí đi vay.

- Chuẩn mực số 21: Trình bày báo cáo tài chính.
- Chuẩn mực số 24: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ.
- Chuẩn mực số 25: Báo cáo tài chính hợp nhất và kế toán khoản đầu tư vào công ty con.
- Chuẩn mực số 26: Thông tin về các bên liên quan.

Như vậy, chúng ta thấy rằng còn thiếu rất nhiều các chuẩn mực để các doanh nghiệp có thể trình bày và phản ánh tình hình tài chính, số liệu về doanh thu, chi phí, lợi nhuận trong báo cáo tài chính được nhất quán và có thể so sánh được giữa các doanh nghiệp, giữa thời kỳ này với các thời kỳ khác như: Chuẩn mực về chi phí xây dựng dở dang; chuẩn mực về thành phẩm; chuẩn mực về chi phí sản xuất dở dang; chuẩn mực về hàng hoá, thành phẩm xuất bán; chuẩn mực về ghi nhận doanh thu nhận trước; chuẩn mực về hoá đơn bán hàng .v.v. Như thế, Bộ tài chính cần tiếp tục soạn thảo và ban hành một hệ thống chuẩn mực kế toán đầy đủ và hoàn thiện hơn.

Thêm nữa, Nhà nước cần có các chính sách khuyến khích, tiến tới bắt buộc các doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế phải kiểm toán báo cáo tài chính của mình. Như vậy, báo cáo tài chính sẽ đảm bảo tuân thủ các chuẩn mực kế toán, các số liệu phản ánh chính xác tình hình hoạt động cũng như giá trị tài sản của doanh nghiệp.

3.6. XÂY DỰNG LỘ TRÌNH ÁP DỤNG CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ Ở VIỆT NAM.

Có rất nhiều phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp đã được thực hiện trên thế giới, tuy nhiên, căn cứ vào tình hình kinh tế – xã hội Việt Nam hiện tại, chúng ta cần thừa nhận rằng có khá nhiều phương pháp không thể áp dụng ngay bây giờ, mà cần phải có thêm các điều kiện khác nữa.

Thông thường, việc xác định giá trị doanh nghiệp là một tổng hợp của nhiều phương pháp tính toán khác nhau, sao cho giá cả chuyển giao doanh nghiệp được cả người mua và người bán chấp nhận và sẵn lòng tiến hành thực hiện sự chuyển giao này. Hiện tại, theo tôi, chúng ta có thể áp dụng ngay cách tính giá trị doanh nghiệp theo các phương pháp tương đối đơn giản và dễ thực hiện như phương pháp vốn hoá thu nhập, phương pháp số đôi thu nhập, phương pháp chiết khấu dòng tiền, phương pháp định giá tài sản cố định hữu hình, phương pháp chi phí thành lập, phương pháp tính giá trị theo kinh nghiệm và phương pháp tính theo giá trị tài sản vô hình hiện hữu. Điều kiện để áp dụng các phương pháp này để tính giá trị doanh nghiệp tương đối dễ thực hiện như:

- Quy mô các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
- Loại hình sản xuất kinh doanh: Kinh doanh thương mại dịch vụ và sản xuất các sản phẩm giản đơn và thông dụng. Số lượng các doanh nghiệp sản xuất cùng một loại sản phẩm tương đối nhiều, đủ để người thẩm định giá thống kê và so sánh.

- Các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh và dịch vụ này có chi phí nghiên cứu và phát triển sản phẩm thấp, thời gian nghiên cứu và phát triển sản phẩm ngắn.
- Các nhân tố áp dụng trong công thức tính toán có thể được xác định tương đối dễ dàng như: Lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn, tỷ suất chiết khấu, ước lượng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong 3 hay 5 năm tới.
- Giá trị tài sản doanh nghiệp chủ yếu là các tài sản cố định hữu hình, giá trị quyền sử dụng đất tương đối dễ xác định, giá trị thương hiệu và lợi thế kinh doanh thường nhỏ nên giá trị doanh nghiệp chủ yếu căn cứ vào giá trị tài sản trên sổ sách kế toán và đánh giá lại theo giá thị trường.

Nếu chúng ta làm tốt, kết quả thu được từ các phương pháp này cũng tương đối chính xác, và người mua cùng người bán có thể căn cứ vào mức giá này để thương lượng giá cuối cùng.

Khả năng áp dụng các phương pháp tính toán như phương pháp quyền chọn, phương pháp giá trị kinh tế gia tăng khó thực hiện hơn rất nhiều, do đòi hỏi một số điều kiện sau:

- Quy mô doanh nghiệp phải tương đối lớn.
- Các sản phẩm sản xuất thường đòi hỏi công nghệ cao, phức tạp, chi phí nghiên cứu và phát triển sản phẩm rất lớn và nhiều rủi ro.
- Thị trường chứng khoán phát triển hoàn hảo để cổ phiếu có tính thanh khoản cao và có thể phản ánh đúng giá trị của doanh nghiệp.
- Khả năng gia nhập và rút lui khỏi thị trường dễ dàng.

- Các công ty kiểm định và xếp hạng doanh nghiệp hoạt động hiệu quả.
- Mức độ rủi ro của nền kinh tế và của các doanh nghiệp được xác định tương đối tin cậy.
- Các chỉ số kinh tế – tài chính của nền kinh tế được minh bạch và đáng tin cậy.

Các phương pháp này có thể áp dụng ở Việt Nam khi các điều kiện trên được đáp ứng. Do vậy Nhà nước cần có kế hoạch ngay từ bây giờ xây dựng các chính sách thích hợp để đáp ứng các điều kiện này. Chắc chắn rằng với một nền kinh tế càng phát triển thì nhu cầu định giá doanh nghiệp càng đòi hỏi được hoàn thiện để phục vụ cho các nhà đầu tư, ngân hàng, cơ quan quản lý .v.v. trong rất nhiều mục đích đa dạng và phong phú.

KẾT LUẬN.

Xác định giá trị doanh nghiệp là một trong những tiền đề để thúc đẩy chính sách cổ phần hoá và chuyển hình thức sở hữu phần lớn các Doanh nghiệp Nhà nước không cần nắm giữ 100% vốn nhà nước của Việt Nam.

Vấn đề xác định giá trị thực của một doanh nghiệp luôn là một vấn đề phức tạp, tuy nhiên, giá bán hay chuyển nhượng doanh nghiệp chịu sự tác động của nhiều yếu tố khác nhau nữa, nên có thể cao hơn, thấp hơn hoặc bằng với giá trị thực

Trên thế giới, xác định giá trị doanh nghiệp phục vụ cho nhiều mục đích đã trở nên phổ biến. Người ta thường phối hợp nhiều phương pháp khác nhau làm cơ sở đối chiếu, so sánh để tìm ra mức giá tốt nhất để người mua và người bán thương lượng mức giá cuối cùng.

Ở Việt Nam, nhu cầu xác định giá trị doanh nghiệp mới xuất hiện trong những năm gần đây, khi nhà nước đẩy mạnh chính sách cổ phần hoá các doanh nghiệp không cần nắm 100% vốn nhà nước. Ngoài ra, vấn đề chuyển nhượng phần vốn giữa bên nước ngoài và bên Việt Nam trong các công ty liên doanh cũng ngày càng phát sinh nhiều. Điều này khiến nhu cầu nghiên cứu các phương pháp định giá doanh nghiệp ở Việt Nam ngày càng cao; đòi hỏi chúng ta phải có các quy định và quan điểm rõ ràng để thúc đẩy hoạt động định giá phát triển.

Đáp ứng nhu cầu thẩm định giá trị doanh nghiệp trong nền kinh tế Việt Nam chắc chắn sẽ đẩy nhanh tiến trình cổ phần hoá hiện nay do phục vụ được hài hoà nhu cầu của cả người mua và người bán doanh nghiệp, và thêm nữa, sẽ bảo vệ lợi ích của Việt Nam trong tiến trình hội nhập kinh tế.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

1. Tạp chí thương mại (2003), “*Thương hiệu với tiến trình phát triển và hội nhập*”. Chuyên đề – Bộ Thương mại.
2. Trần Đình Phụng (2002), “*Phương pháp xác định giá cả được sử dụng trong việc cổ phần hoá các doanh nghiệp Nhà nước*”, Luận Văn Tiến sĩ – Trường Đại Học Kinh Tế TP HCM.
3. Nguyễn Văn Đồng (2003), “*Ứng dụng mô hình Black-Scholes trong việc định giá hợp đồng quyền lựa chọn*”, Luận văn Thạc sĩ – Trường Đại Học Kinh Tế TP HCM.
4. Nguyễn Tấn Hoàng, “*Cổ phần hoá Doanh nghiệp Nhà nước*”, Luận án Tiến sĩ – Trường Đại Học Kinh Tế TP HCM.

Tiếng Anh

1. Merfeld & Schine, Inc. “*Business valuation*”, www.mergers-acquisitions.com
2. Real Option Group, “*Company valuation*”, www.rogroup.com
3. Black-Scholes formula, www.in-the-money.com.
4. Wayne Lonerga, “*The valuation of business, share and other equity*”, Business & Professional Publishing.
5. Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin. “*Valuation: Measuring and managing the value of companies*”. McKinsey & Company, Inc

PHỤ LỤC 1: MỘT SỐ THÍ DỤ VỀ CÁCH TÍNH TOÁN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP.

1.1. PHƯƠNG PHÁP VỐN HOÁ THU NHẬP (CAPITALIZATION OF EARNINGS)

Để minh họa cho phương pháp định giá vốn hóa này, chúng ta hãy thử xem xét một doanh nghiệp được giả định và đơn giản hoá cao độ. Chúng ta lấy ví dụ là một bưu cục giả định, nơi được mọi người dân vùng chung quanh dùng cho dịch vụ chuyển tiền. Bưu cục giả định này có doanh thu từ dịch vụ chuyển tiền khoảng \$10.100 một năm, doanh thu này ổn định trong vòng 10 năm với rất ít sự biến động. Có thể xem như bưu cục này có mức doanh thu như thế này mãi mãi. Chi phí duy nhất mà bưu cục này phải trả là chi phí thuê mặt bằng \$100 một năm. Như vậy, bưu cục này thu nhập \$10.000 một năm (bằng \$10.100 - \$100). Bởi vì thu nhập của Bưu cục được xác định như trên kéo dài mãi mãi, nên nó giữ được đầy đủ giá trị của mình. Người mua có thể bán lại bưu cục tại bất kì thời điểm nào và nhận lại khoản đầu tư của mình.

Người mua có thể xem xét tại “mức rủi ro thấp nhất”, bưu cục này mang về cho họ \$10.000 một năm và so sánh với hướng đầu tư khác có thể mang về cho họ \$10.000 một năm. Chúng ta có thể thừa nhận rằng một khoản đầu tư gần như không có rủi ro giống như một khoản tiết kiệm hay trái phiếu chính phủ hiện nay đang được trả lãi 8% một năm. Tại mức lãi suất 8% một năm, để một người có thể thu được \$10.000 một năm bằng với mức thu nhập từ Bưu cục họ, họ cần phải đầu tư \$125.000 ($\$125.000 \times 8\% = \10.000). Như thế, bưu cục tại vùng này trị giá

\$125.000. Nó là một khoản đầu tư có mức rủi ro và thu nhập tương đương với tài khoản tiết kiệm hay trái phiếu chính phủ.

Hiện nay, trong thế giới thực không thể có được bưư cục nói trên và không thể có tình trạng “không rủi ro”. Người chủ doanh nghiệp luôn phải gánh chịu rủi ro và chi phí cho doanh nghiệp, và các máy móc thiết bị doanh nghiệp có thể và luôn bị giảm giá trị. Nếu rủi ro được nhận thấy càng cao, thì tỷ lệ vốn hoá (phần trăm) mà người mua sử dụng để định giá doanh nghiệp càng cao. Tỷ lệ 20% hay 25% thường được sử dụng khi tính toán giá trị các doanh nghiệp nhỏ. Nghĩa là người mua sẽ mong đợi nhận được mức lợi nhuận 20% hay 25% khi họ mua một doanh nghiệp nhỏ.

1.2. PHƯƠNG PHÁP SỐ DÔI THU NHẬP (EXCESS EARNING METHOD)

Ví dụ một ông chủ điều hành một doanh nghiệp chuyên sản xuất hàng thủ công mỹ nghệ. Doanh nghiệp này đầu tư \$300.000 vào tài sản cố định. Thêm nữa, cho rằng ông chủ này tự trả cho mình một mức lương rất hợp lý căn cứ vào thị trường lao động hiện tại – Đây là mức lương ông chủ này phải trả cho người quản lý nếu thuê họ điều hành công việc giống như vậy. Sau khi trả mức lương này, ông chủ này còn lại thu nhập là \$120.000.

Lý do đương nhiên về phương diện tài chính để sở hữu tài sản dùng cho kinh doanh là nhằm thu về một khoản lợi nhuận. Chúng ta có thể cho rằng một tỷ lệ hợp lý về thu nhập trên tài sản cố định của công chủ này khoảng 15% một năm. Con số hợp lý này được căn cứ trên mức lợi nhuận bình quân ngành đối với thu nhập trên tài sản đã được điều chỉnh theo tình hình kinh tế hiện tại. Ví dụ như ông chủ này hoặc nhà tư vấn của ông ta có thể xem xét đến chỉ tiêu của ngành sản

C. Thu nhập được đóng góp từ tài sản cố định: -\$45.000.

(\$300.000 x 15% = \$45.000)

D. Số dôi thu nhập: \$75.000.

(\$120.000 - \$45.000 = \$75.000)

E. Giá trị của phần thu nhập dôi \$270.000.

(\$75.000 x 3.6 = \$270.000)

F. Tổng giá trị doanh nghiệp (A + E) \$570.000.

1.3. PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (CASH FLOW METHOD)

Giả sử rằng một người muốn thuê một doanh nghiệp có dòng tiền thu nhập là \$100.000 một năm, hợp đồng thuê này thanh lý sau 5 năm hoạt động, lãi suất chiết khấu hiện hành là 10%. Ta tính được giá trị của doanh nghiệp đem cho thuê như sau:

Năm	1	2	3	4	5	Cộng
Dòng tiền CF	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	500,000
Suất chiết khấu	10%	10%	10%	10%	10%	
Hệ số	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	
NPV	90,909	82,645	75,131	68,301	62,092	379,079

Với ví dụ trên, giá trị doanh nghiệp sẽ được người mua sẵn lòng thanh toán tối đa là \$379.079, đây cũng là giá trị hiện tại của khoản tiền \$100.000 từng năm và kéo dài 5 năm.

Lưu ý rằng, khi sử dụng cách tính này, giá trị doanh nghiệp sẽ thay đổi khi lãi suất chiết khấu thay đổi. Giá trị này cũng thay đổi khi chúng ta thay đổi số lần thanh toán (ví dụ thanh toán kéo dài thành 6 lần thay vì 5 lần như ví dụ trên), với cách nhìn của người mua, vấn đề này có vẻ dễ chịu hơn, nhưng đối với người bán, vấn đề kéo dài thời hạn thanh toán có vẻ như họ đang bị ép giá.

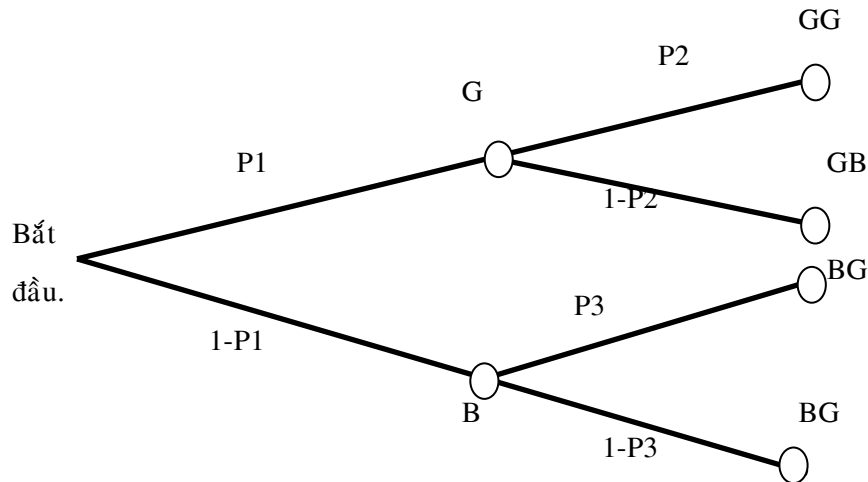
1.4. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ THEO QUYỀN CHỌN (OPTION PRICING METHODS).

Chúng ta sẽ so sánh phương pháp hiện giá thuần (Net present value – NPV) với phương pháp phân tích cây quyết định (decision-tree analysis – DTA) và phương pháp định giá quyền chọn (option-pricing model – OPM). Bằng cách này, chúng ta sẽ thấy rằng sử dụng phương pháp định giá quyền chọn để ra quyết định chính là hình thức bản chất của việc ra quyết định bằng cách phối hợp phương pháp NPV và DTA trong những trường hợp đặc biệt.

1.4.1. SO SÁNH CÁC PHƯƠNG PHÁP QUYẾT ĐỊNH

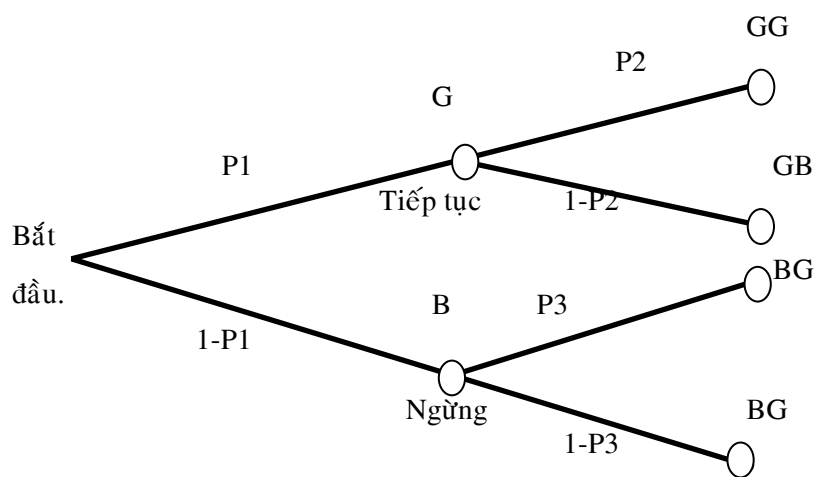
Sơ đồ PL 1 mô tả **cây sự kiện**. Kết quả tốt và xấu (G và B) tại các điểm sự kiện, và khả năng xảy ra p_1 , p_2 , p_3 theo từng quyết định ở dọc theo thân cây. Phương pháp hiện giá thuần NPV truyền thống ước lượng giá trị của dự án bằng cách ước lượng dòng tiền dự kiến, và sau đó ước tính chi phí sử dụng vốn cơ hội được điều chỉnh theo mức rủi ro thích hợp dựa trên cổ phiếu có thể so sánh được với

độ rủi ro tương ứng. Mọi người đều biết có rất nhiều khó khăn, cả việc ước lượng dòng tiền và tiên đoán lãi suất chiết khấu, nhưng phương pháp hiện giá thuần NPV vẫn được chấp nhận rộng rãi trong kỹ thuật ra quyết định.



Sơ đồ PL 1

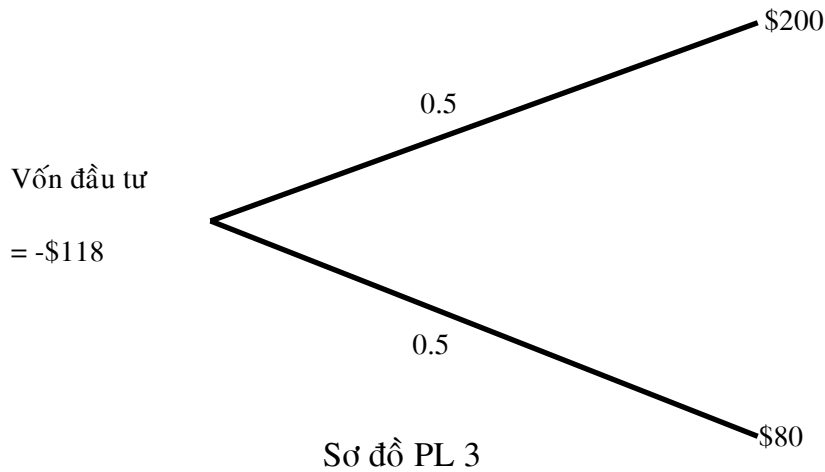
Sơ đồ PL 2 là một **cây quyết định**, nó có điểm khác biệt chủ yếu đối với đối với cây sự kiện đã nói ở trên là các điểm mấu chốt cho phép các quyết định được thực hiện sau khi thông tin đã nhận được và trước khi quá trình này đi tới bước kế tiếp. Ví dụ như, nếu sau kỳ đầu tiên nhận được kết quả là xấu (B) thì người ra quyết định sẽ có thể ngừng quá trình ra quyết định ở đây, như thế kết quả xấu hơn trong giai đoạn 2 của tiến trình này có thể không bao giờ xảy ra. Rõ ràng là, phương pháp cây quyết định DTA hay hơn phương pháp hiện giá thuần NPV khi được áp dụng một cách “ngây thơ” như trong hình 1. Vấn đề với phương pháp cây quyết định DTA cổ điển là nó không đề cập đến tỷ lệ chiết khấu điều chỉnh theo rủi ro để sử dụng. Đây là điểm mà phương pháp định giá quyền chọn hoàn thiện hơn.



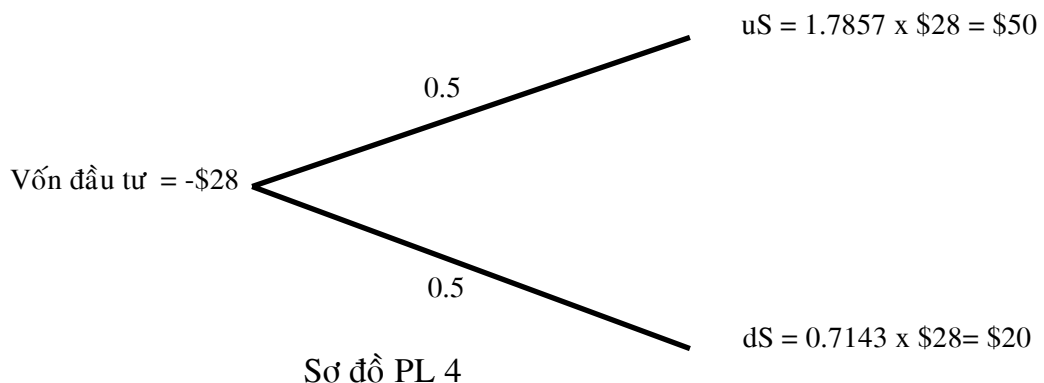
Sơ đồ PL 2

Phương pháp định giá quyền chọn cho phép quyết định tại các điểm mấu, giống như phương pháp phân tích cây quyết định, nhưng nó cũng đồng thời tìm kiếm một mức lãi suất kèm với rủi ro tương ứng có thể so sánh được, mà dựa vào đó để xác định lãi suất chiết khấu. Phương pháp này đã kết hợp các đặc điểm tốt nhất của phương pháp hiện giá thuần và phương pháp cây quyết định.

Nhằm minh họa rõ hơn các điểm khác biệt giữa ba phương pháp này, chúng ta hãy xem các ví dụ bằng số sau, đã được trình bày thành sơ đồ PL 3 nhằm giúp đơn giản, chúng ta hãy cho rằng xác suất xảy ra các trường hợp tại các điểm mấu (tốt hay xấu – G hay B) là bằng nhau (và bằng 50%). Chúng ta sẽ xác định giá trị của dự án biết rằng dự án đòi hỏi một số vốn đầu tư ban đầu là \$118. Vào thời điểm cuối năm, dự án sẽ cho một dòng tiền thu hồi về có giá trị là \$200 trong trường hợp tốt hoặc chỉ có giá trị \$80 trong trường hợp xấu. Xác suất xảy ra các trường hợp này là như nhau, vậy hiện giá thuần của dự án này bằng bao nhiêu?



Để xác định hiện giá thuần, chúng ta cần thêm một thông tin nữa: Chi phí sử dụng vốn cơ hội. Bởi vì chúng ta thừa nhận rằng dự án không hoàn toàn tương quan với công ty đang được định giá, nên chúng ta không thể sử dụng chi phí sử dụng vốn của công ty. Do đó, chúng ta tìm kiếm một cách tiếp cận mới. Chúng ta sẽ tìm một tài sản khác có hiện giá có thể xác định được, và tài sản này có dòng tiền thu về hoàn toàn (hay gần như) tương quan với dòng tiền của dự án của chúng ta. Sau khi tìm kiếm, chúng ta tìm được một tài sản có dòng tiền tương tự được thể hiện thành sơ đồ PL 4 sau.



Trong trường hợp tốt, giá của nó tăng một tỷ lệ $u = 1.7857$ và trường hợp xấu giá nó giảm một tỷ lệ $d = 0.7143$ so với giá trị ban đầu. Lưu ý rằng dòng tiền

của nó có cùng tỷ lệ $\frac{1}{4}$ với dòng tiền của dự án, và thị giá của chứng khoán này là \$28. Điểm quan trọng là đây là chứng khoán được định tương quan hoàn hảo (thị giá phản ánh đúng giá trị của nó). Nếu không biết thị giá của nó, chúng ta không thể tiếp tục tính toán được. Tại mức giá này, tỷ suất chiết khấu thị trường đòi hỏi đối với chứng khoán này là:

$$\$28 = \frac{0.5(\$50) + 0.5(\$20)}{1+r} = \frac{\$35}{1+r}$$

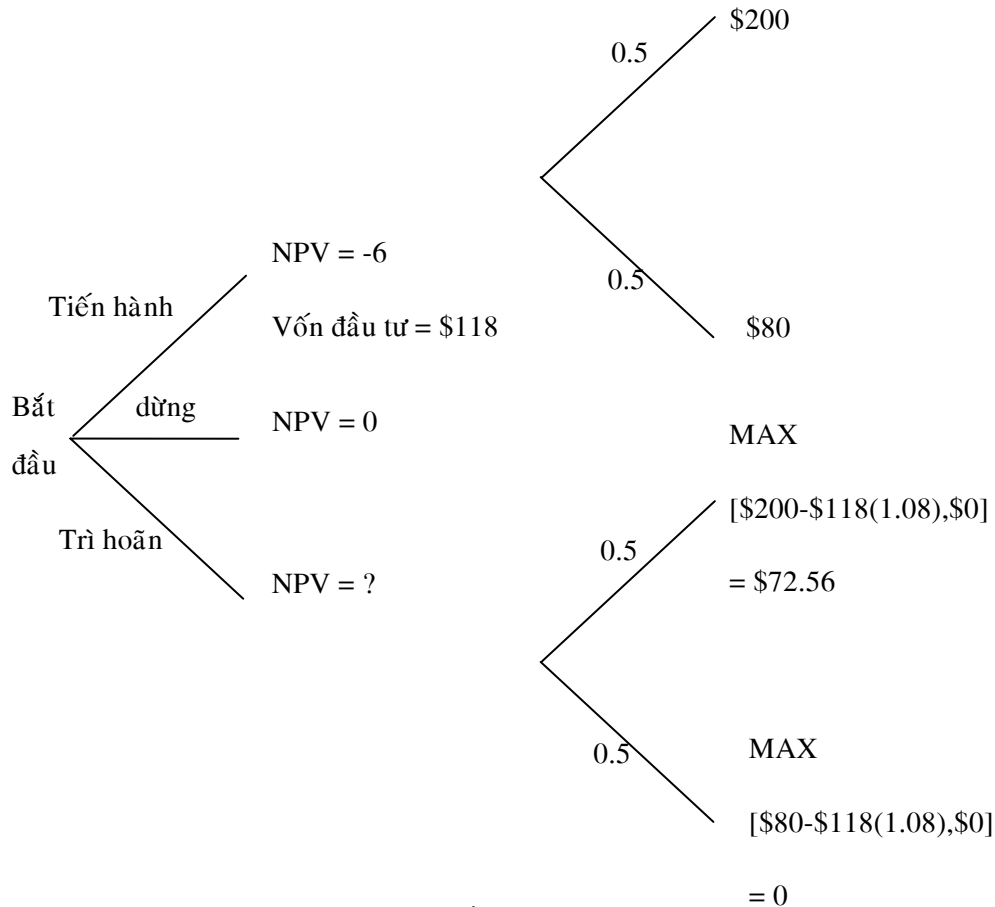
$$\Rightarrow r = 25\%$$

Bây giờ, chúng ta hãy áp dụng tỷ suất chiết khấu được đòi hỏi (chi phí cơ hội) đối với dự án của mình, chúng ta tính được hiện giá thuần như sau:

$$\begin{aligned} \text{NPV} &= \frac{\text{Dòng tiền dự kiến}}{1 + \text{tỷ suất chiết khấu}} - \text{vốn đầu tư ban đầu} \\ &= \frac{0.5(\$200) + 0.5(\$80)}{1 + 0.25} - \$118 \\ &= \frac{-\$6}{1} \end{aligned}$$

Với kết quả như thế này thì quyết định của chúng ta là rõ ràng: Chúng ta sẽ không chấp nhận dự án này do giá trị NPV bị âm. Bởi vì NPV là một phương pháp tính toán quen thuộc, chúng ta thường chấp nhận mà không nghi ngờ rằng chi phí sử dụng vốn cơ hội thường là một sự đánh giá gần đúng có thể chấp nhận được mà thôi. Hãy lưu ý đến điều này, vì để áp dụng phương pháp định giá quyền chọn này trong thực tế, tùy thuộc vào việc chúng ta có tìm kiếm được một loại chứng khoán có thể so sánh được có biến động giống hoàn toàn với nhau hay không.

Sau đó, chúng ta hãy xét một trường hợp phức tạp hơn: Một *hợp đồng nhượng quyền (license)* một năm cho phép nhà quản trị chờ một năm, và sau đó có thể tiếp tục dự án nếu thấy tình hình thuận lợi, hoặc cho phép nhà quản trị huỷ hợp đồng nếu tình hình xấu đi. Như vậy hợp đồng này đã có tính linh hoạt – hay còn gọi là quyền chọn trì hoãn (option to defer). Chúng ta giả định rằng lãi suất phi rủi ro là 8%. Bây giờ cây quyết định trở nên phức tạp hơn, như được trình bày trong sơ đồ PL 4 sau:



Sơ đồ PL 4

Chú ý rằng quyền chọn trì hoãn (của hợp đồng) có ảnh hưởng rất lớn tới dòng tiền thu về. Thay vì phải trả \$118 ngay bây giờ để có thể thu về hoặc \$200

(trường hợp thuận lợi) hoặc \$80 (trường hợp không thuận lợi). Chúng ta có thể chờ cho đến khi gặp được hoàn cảnh thuận lợi mới tiến hành đầu tư, và sẽ nhận được giá trị thuần là \$72.56. hoặc là chúng ta có thể quyết định huỷ bỏ dự án trong trường hợp tình hình không thuận lợi. Một dự án tương tự là dự án nghiên cứu và phát triển (R&D). Chúng ta đầu tư một số tiền nhỏ vào lúc này để nghiên cứu và phát triển một sản phẩm hay một ý tưởng, kết quả của việc này có thể là tốt hay xấu. Nếu kết quả là tốt, chúng ta sẽ đầu tư thêm và tiếp tục thực hiện dự án. Nếu kết quả không đạt, chúng ta sẽ ngừng lại. Nếu không có quyền trì hoãn, quyết định tối ưu căn cứ vào NPV (không linh hoạt) sẽ phải ngừng lại ngay hôm nay (do NPV = -6 < 0), và dòng tiền của nó là \$0.

Nhưng làm thế nào chúng ta định giá được hợp đồng có kèm quyền chọn trì hoãn?. Chúng ta sẽ trình bày cả phương pháp cây quyết định và phương pháp định giá quyền chọn. Vấn đề đối với phương pháp cây quyết định là chúng ta không xác định được tỷ suất chiết khấu thích hợp. Tỷ suất 25% chúng ta xác định từ phương pháp hiện giá thuần là không thích hợp, bởi vì nếu tài sản này có thể so sánh được, thì dòng tiền của nó cũng không tương quan dòng tiền của dự án quyền chọn linh hoạt (trì hoãn). Dù vậy, chúng ta cũng thử sử dụng nó để tính toán. Khi này, phương pháp cây quyết định sẽ tính toán NPV như sau:

$$NPV = \frac{0.5(\$72.56) + 0.5(\$0)}{1.25} = \$29.02$$

Kế tiếp, chúng ta xem đến phương pháp định giá quyền chọn. Nó kết hợp các đặc trưng ưu điểm của cả hai phương pháp hiện giá thuần và phương pháp cây quyết định. Từ phương pháp hiện giá thuần, nó mượn ý tưởng rằng chúng ta cần tìm

một tài sản có thể so sánh được (chứng khoán tương quan hoàn hảo) để có thể tính toán rủi ro chính xác. Và từ phương pháp cây quyết định, nó sử dụng các mẫu quyết định (không phải là các mẫu sự kiện cứng nhắc) để phương pháp này có khả năng linh hoạt.

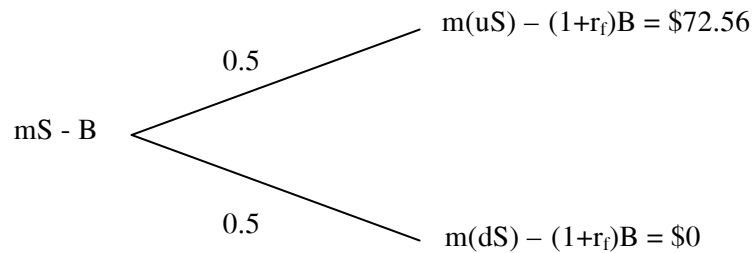
Phương pháp định giá quyền chọn tiếp tục giải quyết vấn đề bằng cách tạo ra một danh mục các chứng khoán nhiều đáng kể, giá của chúng (và tỷ suất lợi nhuận mong muốn) đã được biết và dòng tiền của chúng giống hệt như dòng tiền của cây quyết định của chúng ta. Bởi vì thị giá (giá thị trường) của các cổ phiếu có thể so sánh này là đã biết, chúng ta có thể định giá được quyền chọn trì hoãn. Danh mục tương tự, dòng tiền của nó được thể hiện bằng sơ đồ như ở trên, bao gồm m cổ phần của cổ phiếu có thể so sánh được, S , và đi vay B đồng với mức lãi suất phi rủi ro, r_f . Kết quả thu được trong trường hợp tốt là \$72.56 và trong trường hợp xấu là (\$0) hoàn toàn giống với dòng tiền trong trường hợp cây quyết định có kèm quyền chọn trì hoãn. Chúng ta có thể tính được giá trị của m và số đơn vị của trái phiếu không rủi ro, B , bởi vì chúng ta có 2 phương trình và 2 ẩn số như sau:

$$m(uS) - (1 + r_f)B = \$72.56.$$

$$m(dS) - (1 + r_f)B = \$0.$$

Thay thế các giá trị đã cho như $uS = \$50$, $dS = \$20$, và $r_f = 0.08$, chúng ta được

$$B = \$44.79 \text{ và } m = 2.42 \text{ cổ phiếu.}$$



Sơ đồ PL 5

Như vậy, một danh mục tương tự, với 2.42 cổ phần của cổ phiếu có thể so sánh được và đi vay \$44.79, có một dòng tiền hoàn toàn giống với dòng tiền của quyền chọn linh hoạt trì hoãn. Bởi vì danh mục tương tự có dòng tiền giống như thế, nó sẽ có giá trị giống nhau

$$mS - B = 2.42(\$28) - 44.79 = \$22.97$$

Trở lại với sơ đồ PL 4, nó có nghĩa rằng nếu giá của hợp đồng quyền chọn trì hoãn nhỏ hơn \$22.97, chúng ta sẽ mua nó. Như thế, trong trường hợp tốt xảy ra, chúng ta sẽ tiếp tục dự án này, chúng ta phải bỏ vốn \$118(1.08) = \$127.44 và nhận được một giá trị là \$200. Nhưng nếu gặp trường hợp xấu, chúng ta đơn giản là quyết định không tiếp tục đầu tư dự án này nữa.

Nếu chúng ta so sánh giá trị của quyền chọn trì hoãn, \$22.97, khi định giá theo phương pháp quyền chọn, với giá trị theo phương pháp cây quyết định, \$29.02, chúng ta sẽ thấy giá trị của phương pháp cây quyết định cao hơn, bởi vì nó sử dụng tỷ suất chiết khấu là 25% lấy từ phương pháp hiện giá thuần – nhưng dòng tiền của phương pháp hiện giá thuần không giống như dòng tiền của phương pháp định giá quyền chọn linh hoạt. Khi áp dụng một cách ngây thơ, phương pháp cây quyết định

giống như so sánh những quả táo và những quả cam. Phương pháp cây quyết định có thể cho kết quả giống như phương pháp định giá quyền chọn trong trường hợp nó sử dụng tỷ suất chiết khấu rất cao là 58%.

$$\begin{aligned} \text{Giá trị} &= \frac{\text{Dòng tiền dự kiến}}{1 + \text{tỷ suất rủi ro điều chỉnh}} \\ &= \frac{0.5(\$72.56) + 0.5(\$0)}{1 + 0.58} \\ &= \$22.97 \end{aligned}$$

Như vậy, giá trị của khả năng linh hoạt (tính linh hoạt) có được bởi quyền chọn trì hoãn là phần chênh lệch giữa giá trị tính theo phương pháp hiện giá thuần (chỉ được tính theo phương pháp cây sự kiện) và giá trị tính theo phương pháp quyền chọn linh hoạt. Nhắc lại rằng NPV bằng -\$6, và giá trị theo quyền chọn trì hoãn là \$22.97, như vậy quyền chọn trì hoãn trị giá \$28.97.

Hầu hết các công thức định giá quyền chọn đều bị giới hạn trong các trường hợp mà giá trị quyền chọn tùy thuộc vào thị giá của các mặt hàng được buôn bán toàn cầu, như là dầu mỏ, than, kim loại đồng, ni-ken, vàng, kẽm .v.v. Khi dữ liệu giá cả về các tài sản rủi ro cơ bản được cung cấp đầy đủ, phương pháp định giá quyền chọn trở thành khả thi. Nếu không có các chứng khoán có thể so sánh về giá, định giá quyền chọn chỉ là một sự phỏng đoán.

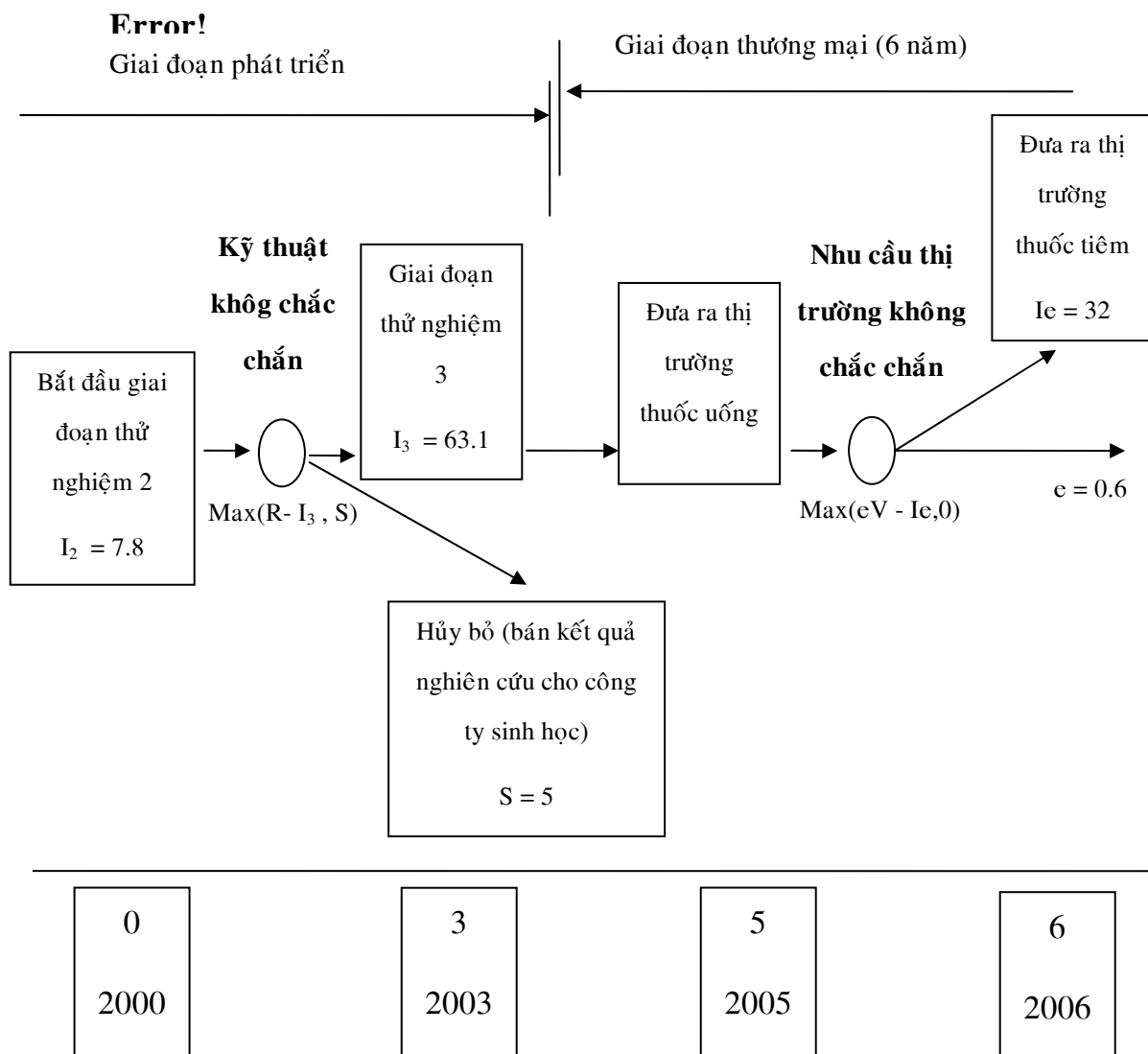
1.4.2. ỨNG DỤNG ĐỊNH GIÁ QUYỀN CHỌN TRONG DỰ ÁN CỦA GLAXOSMITHKLINE.

Quyền chọn tài sản được ứng dụng rất nhiều trong thực tế, đặc biệt là trong các hợp đồng thuê mỏ dầu (do sự không ổn định về giá dầu và rủi ro địa chất); Hợp đồng khai thác mỏ khoáng sản; Các chương trình nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, v.v. Trong đó, quyền chọn tài sản được sử dụng để định giá tài sản và giá trị của các chương trình nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới (thuốc chữa bệnh, điện thoại di động, sản phẩm bảo hiểm v.v.) thường được gặp nhất trong cuộc sống của chúng ta. Để minh họa cho đề tài này, tôi lấy ví dụ việc định giá chương trình nghiên cứu và phát triển một loại thuốc mới của công ty GlaxoSmithKline làm ví dụ.

GlaxoSmithKline là một công ty dược phẩm được xem là hàng đầu thế giới trong nghiên cứu, phát triển và thương mại các loại thuốc chữa bệnh cho con người. Kể từ năm 1980, GlaxoSmithKline đã tập trung các hoạt động của mình vào các loại thuốc kê toa, huy động các kỹ năng và nguồn lực của mình để phát triển các loại thuốc an toàn và hiệu quả hơn.

Quá trình nghiên cứu, phát triển và thương mại một loại thuốc bao gồm rất nhiều giai đoạn như: nghiên cứu và phát triển trong phòng thí nghiệm, thử nghiệm trên vật thí nghiệm, thử nghiệm trên một ít người (giai đoạn 1), thử nghiệm trên người đại trà (giai đoạn 2), giai đoạn thương mại hoá thành các loại thuốc uống, giai đoạn thương mại thành các loại thuốc chích .v.v. Trong suốt quá trình này, dự án có thể gặp rủi ro tại bất cứ giai đoạn nào và có thể phải huỷ bỏ hoặc nghiên cứu lại sản phẩm. Để ví dụ được đơn giản, tôi chỉ trình bày hai giai đoạn của toàn bộ

quá trình: Giai đoạn phát triển sản phẩm và giai đoạn thương mại sản phẩm, và GlaxoSmithKline có các quyết định để lựa chọn như sơ đồ PL 6 sau:



Sơ đồ PL 6

Chúng ta có thể tóm tắt hai giai đoạn trên như sau:

Sau khi kết thúc thành công giai đoạn thử nghiệm 02, Glaxo sẽ tiếp tục phát triển sản phẩm lên giai đoạn 03. Tuy nhiên, do không chắc chắn về kỹ thuật, Glaxo có thể gặp 02 trường hợp sau:

- **Thành công:** Glaxo sẽ tiếp tục thử nghiệm giai đoạn 3
- **Thất bại:** Glaxo sẽ phải ngưng dự án, và bán kết quả nghiên cứu về sản phẩm này cho công ty sinh học.

Trong trường hợp thành công giai đoạn 03, Glaxo sẽ thương mại kết quả nghiên cứu thành sản phẩm thuốc uống, thuốc uống được thương mại trước vì có thị trường rộng hơn các loại thuốc khác (có thể sử dụng tại nhà lẫn ở bệnh viện). Sau đó, Glaxo có thể lựa chọn theo 02 hướng sau:

- Tiếp tục thương mại kết quả nghiên cứu thành thuốc tiêm.
- Hoặc chỉ bán ra thị trường thuốc uống.

Vấn đề nhu cầu thị trường sẽ là yếu tố quyết định cho lựa chọn này. Thông thường, thuốc tiêm chỉ sử dụng tại bệnh viện hoặc các cơ sở y tế, do vậy có thị trường hẹp hơn.

Ta thấy rằng, trong ví dụ này đã hiện diện 02 quyền chọn:

- Quyền chọn hủy bỏ (quyền chọn bán) trong suốt giai đoạn thử nghiệm 3 (hay bán kết quả nghiên cứu cho công ty kỹ thuật sinh học).
- Quyền chọn mở rộng (quyền chọn mua) thị trường vào bệnh viện (sản xuất thuốc dạng tiêm) trong vòng 01 năm sau khi thành công đối với sản phẩm thuốc uống.

Vào năm 2000, dự án có thể bị hủy bỏ trong suốt quá trình nghiên cứu và phát triển nếu:

- Hiện giá từ doanh thu tương lai (R) nhỏ hơn khoản đầu tư đã được dự kiến trong giai đoạn 3 (I₃).
- Hoặc giá trị thu hồi (S) (nghĩa là bán bản quyền nghiên cứu cho công ty kỹ thuật sinh học) cao hơn chi phí đã bỏ ra trong giai đoạn 2. Giá trị thu hồi này đã được đảm bảo (nghĩa là công ty kỹ thuật sinh học đã đồng ý mua lại dự án trên nguyên tắc)

Trong trường hợp từ bỏ dự án, Glaxo có thể thu lợi từ việc tiết kiệm chi phí cho giai đoạn 03 (I₃) và được hưởng giá trị thu hồi (S)

Vào năm 2006, sự thành công trong sản xuất thuốc dạng uống có thể nâng cao hình ảnh công ty như là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất thuốc kháng sinh, và tạo đà cho việc phát hành phiên bản thuốc tiêm vào thị trường các bệnh viện. Và bằng cách đầu tư thêm một khoản chi phí dự kiến là I_e (để đăng ký, hoàn tất thử nghiệm, đầu tư lại công nghệ), doanh số của Glaxo có thể gia tăng thêm e%. Lúc này, doanh số của công ty là $R = V + \text{Max}(eV - I_e, 0)$ với V là doanh thu của phiên bản thuốc uống.

Trong trường hợp này có một số sự phụ thuộc lẫn nhau giữa các quyền chọn này như sau:

- Quyền chọn hủy bỏ giai đoạn 03 để phát triển sản phẩm (và bán dự án để được giá trị thu hồi) tùy thuộc vào quyền chọn sau đó để mở rộng (sản xuất phiên bản thuốc tiêm), vì nếu khả năng sản xuất thuốc tiêm thành công cao, thì lợi ích từ dự án sẽ lớn hơn giá trị thu hồi rất nhiều. Và cũng có ý kiến cho rằng giá trị NPV từ dự án bị âm, nhưng nó vẫn đáng được đầu tư nhằm thu lợi từ quyền chọn mở rộng sau này.

- Thực hiện quyền chọn từ bỏ (bán lại dự án từ giai đoạn 02) sẽ bác bỏ quyền chọn mở rộng sau này.

Chúng ta sẽ tiến hành đánh giá các quyền chọn này từ dữ liệu sau:

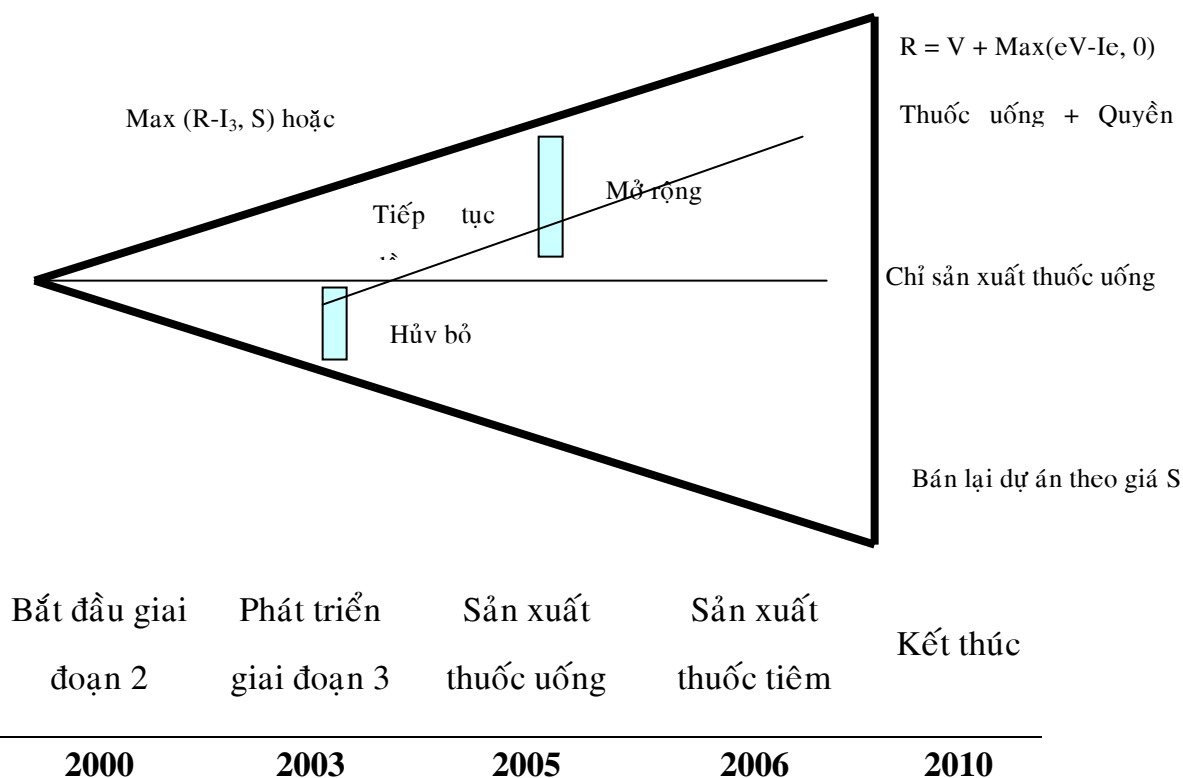
- Giá bán sản phẩm (P) = \$1.9 cho tới năm 2008, và \$2 cho các năm sau.
- Thời gian của dự án (T) = 6 năm (dự án sẽ được thu hồi vào năm 2011).
- Tổng chi phí giá vốn hàng bán (trung bình trong toàn bộ dự án) = 35% doanh thu.
- Thuế thu nhập = 33% (của EBIT)
- Chi phí sử dụng vốn bình quân WACC = 12%.
- Chi phí khấu hao (theo phương pháp đường thẳng) = \$1.7 triệu / năm.
- Hiện giá của khoản chi phí nghiên cứu và phát triển I_0 = \$65.5 triệu, chi phí này bao gồm \$7.8 triệu năm 2000 của giai đoạn 02 và \$63.1 triệu năm 2003 của giai đoạn 03.
- Độ lệch chuẩn của lợi nhuận từ tài sản: 35%.
- Lãi suất không rủi ro: 3%.
- Giá trị thu hồi: \$5 triệu.

Chúng ta có bảng đánh giá NPV cơ bản từ dữ liệu trên như sau (trong trường hợp không có quyền chọn tài sản):

Kết quả NPV = -2.6, như thế dự án này không được chấp nhận ?

Để thấy được giá trị của quyền chọn, bây giờ chúng ta hãy tính NPV của dự án này trong trường hợp có sử dụng quyền chọn. Sau đây là mô hình PL 7 minh họa giá trị của dự án trong trường hợp chúng ta áp dụng quyền chọn:

Sơ đồ PL 7



Giá trị của dự án khi được mở rộng (với quyền chọn mở rộng):

$$R = V + \text{Max}(eV - I_e, 0)$$

Với: V là giá trị cơ sở của dự án (chỉ sản xuất thuốc tiêm) được tính như ở trên là $V_0 = \$62.8$ triệu; $e = 0.6$ (nghĩa là mức độ mở rộng khoảng 60%, được tính toán bởi bộ phận Marketing); Chi phí cho giai đoạn mở rộng là $I_e = \$32$ triệu.

Giá trị của dự án với quyền chọn hủy bỏ:

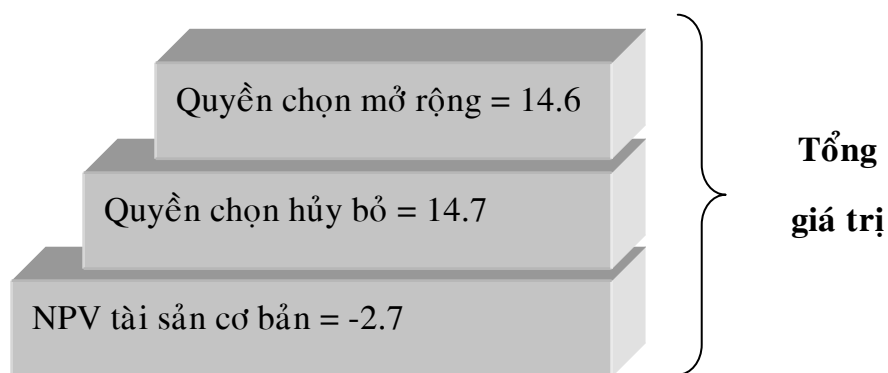
$$R' = \text{Max} (R - I_3, S).$$

Với: R = giá trị của dự án nếu tiếp tục nghiên cứu (bao gồm cả giá trị quyền chọn mở rộng sau này); $I_3 = \$63.1$ triệu (chi phí phát triển sản phẩm giai đoạn 3 mà có thể được hủy bỏ); S = \$5 triệu (Giá trị thu hồi đã được đảm bảo bởi công ty kỹ thuật sinh học đang quan tâm đến việc mua lại kết quả nghiên cứu).

Áp dụng công thức Black-Scholes trong trường hợp này ta tính được giá trị của quyền chọn thực (real option value - ROV) = 29.3.

Như vậy NPV của dự án mở rộng (= NPV của tài sản cơ bản + ROV)
= $-2.7 + 29.3$ và bằng 26.6 triệu.

Cũng bằng cách dùng công thức Black-Scholes, ta có thể tính chi tiết các thành phần đóng góp vào tổng giá trị của dự án như sau: Giá trị quyền chọn mở rộng = 14.6 triệu, giá trị quyền chọn hủy bỏ = 14.7 triệu.



Sơ đồ PL 8

Như vậy, ngay bây giờ (năm 2000) Glaxo nên đầu tư vào giai đoạn 02 của quá trình nghiên cứu thử nghiệm sản phẩm. Vào năm 2003, sau khi các khó khăn

về mặt kỹ thuật đã được giải quyết, Glaxo có thể quyết định hoặc là tiếp tục đầu tư nghiên cứu giai đoạn 03 của sản phẩm, hoặc là huỷ bỏ dự án và bán lại kết quả nghiên cứu cho công ty nghiên cứu sinh học. Đến năm 2006, sau khi biết được nhu cầu thị trường cho sản phẩm thuốc uống, Glaxo sẽ có đủ thông tin để quyết định có nên phát triển thành phiên bản thuốc tiêm hay chỉ sản xuất phiên bản thuốc uống không thôi.

1.5. PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ KINH TẾ GIA TĂNG (ECONOMIC VALUE ADDED)

Sau đây là một thí dụ minh họa xác định giá trị của công ty ALFA của Cộng Hoà Séc (Czech) theo phương pháp giá trị kinh tế gia tăng vào ngày 31/12/1998 như sau:

- ❖ Số liệu trên bảng cân đối kế toán như sau:
 - Vốn vay (D): 55 triệu.
 - Vốn sở hữu (E): 134 triệu.
 - Tổng vốn đầu tư dài hạn: $C = D + E = 189$ triệu
 - Vậy $D/C = 0.29$, $E/C = 0.71$.
- ❖ Chi phí nợ sau thuế:
 - Chi phí của vốn vay ngoài: $r_d = 15\%$.
 - Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp: $t = 35\%$.
 - Chi phí nợ: $r_d(1 - t) = 15\%(1 - 35\%) = 9.75\%$.

- ❖ Chi phí vốn nội tại (Theo phương pháp CAPM – capital assets pricing model).
 - Lãi suất phi rủi ro (do ngân hàng Nhà nước trung ương công bố vào 31/12/98): 10.5%.
 - Hệ số beta cổ phiếu (Do công ty chứng khoán đánh giá): $\beta = 1.1$.
 - Phí lãi suất thị trường: 7.2% (= 5.5% + 1.7%). Phí lãi suất này trong phần lớn các nền kinh tế phát triển là 5.5% (Czech là một nền kinh tế như vậy), đây là mức chênh lệch giữa lãi suất thị trường và lãi suất phi rủi ro. Tuy nhiên, các công ty định giá còn thiết lập một mức lãi suất dài hạn cho từng lãnh thổ cho các nhà đầu tư tham khảo. Cộng hoà Sec được đánh giá hạng A vào cuối năm 1998 bởi công ty kiểm định Standard & Poor's. Nó được cộng thêm một tỷ lệ phí rủi ro khu vực là 1.7%. do vậy tổng phí lãi suất thị trường là 7.2%.

Vậy lãi suất thị trường bên ngoài: $r_c = 10.5 + 1.1 \times 7.2 = 18.42\%$.

Thông tin về dự toán tài chính của công ty ALFA từ năm 1998 – 2001.

Năm	NOPAT	Vốn đầu tư vào thời điểm cuối năm (C)
1999	41	205
2000	44	222
2001	48	241
2002	50	260

Công ty ALFA cho là cấu trúc vốn của mình sẽ ổn định từ năm 2002, nó cũng cho rằng không có thay đổi gì về tỷ lệ rủi ro, do vậy chi phí sử dụng vốn cũng không thay đổi. Và chúng ta có thể dùng WACC để làm tỷ suất chiết khấu cho phần (2)

Tính giá trị doanh nghiệp ALFA.

Chi phí sử dụng vốn bình quân:

$$\text{WACC} = 9.75 \times 0.29 + 18.74 \times 0.71 = 15.91\%$$

Hiện giá EVA

Năm	EVA = NOPAT – WACC - C	Hiện giá EVA
1999	$8.38 = 41 - 0.1591 \times 205$	$7.23 = 8.38/(1+15.91\%)^1$
2000	$8.68 = 44 - 0.1591 \times 222$	$6.46 = 8.68/(1+15.91\%)^2$
2001	$9.66 = 48 - 0.1591 \times 241$	$6.20 = 9.66/(1+15.91\%)^3$
2002	$8.63 = 50 - 0.1591 \times 260$	$30.05 = (8.63+15.91\%)/(1+15.91\%)^4$

Kết luận: Giá trị của ALFA = $260 + (7.23 + 6.46 + 6.20 + 30.05) = 309.94$ triệu.

PHỤ LỤC 2: TRÍCH ĐỀ ÁN CỔ PHẦN HÓA CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI GÒN.

2.1. TÌNH HÌNH CHUNG CỦA DOANH NGHIỆP

2.1.1. LỊCH SỬ HÌNH THÀNH:

Công ty SX-XNK May Sài Gòn là doanh nghiệp Nhà nước được quản lý bởi Sở Công nghiệp TP.HCM, là đơn vị hạch toán độc lập, được thành lập theo quyết định 172/QĐ-UB ngày 13/04/1993 của Ủy Ban Nhân Dân TP. HCM trên cơ sở sáp nhập Văn phòng Liên Hiệp Xí Nghiệp May Thành Phố với Xí Nghiệp May Sài Gòn 1 (107 Trần Hưng Đạo B) và Xí nghiệp May Sài Gòn 4 (213 An Dương Vương, Quận 5). Công ty chuyên sản xuất và kinh doanh hàng may mặc xuất khẩu và nội địa.

Tên đầy đủ: CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI GÒN.

Tên đối ngoại: SAIGON GARMENT COMPANY

Tên gọi tắt: GARMEX SAIGON

Trụ sở chính: 213 Hồng Bàng (Tên cũ An Dương Vương), P11, Quận 5, TP.HCM, Việt Nam

Điện thoại: (848) 8557300

Fax: (848)8557299

Email: gmsg@hcm.fpt.vn

Website: www.garmexsaigon.com

2.1.2. VỐN KINH DOANH:

a) *Phân theo cơ cấu vốn: 20.783.084.732 đồng.*

Vốn cố định: 15.237.836.389 đồng.

Vốn lưu động: 5.545.248.343 đồng.

b) *Phân theo nguồn vốn:*

Vốn Nhà nước: 20.783.084.732 đồng.

Trong đó, vốn tích lũy: 6.172.503.782 đồng.

Vốn vay tín dụng trong nước: 9.585.115.577 đồng. Trong đó:

+ Vay ngắn hạn: 6.000.000.000 đồng.

+ Vay trung hạn: 3.585.115.577 đồng.

2.1.3. CƠ CẤU TỔ CHỨC:

a) *Ban Giám đốc:*

Giám đốc công ty và 3 Phó Giám đốc công ty.

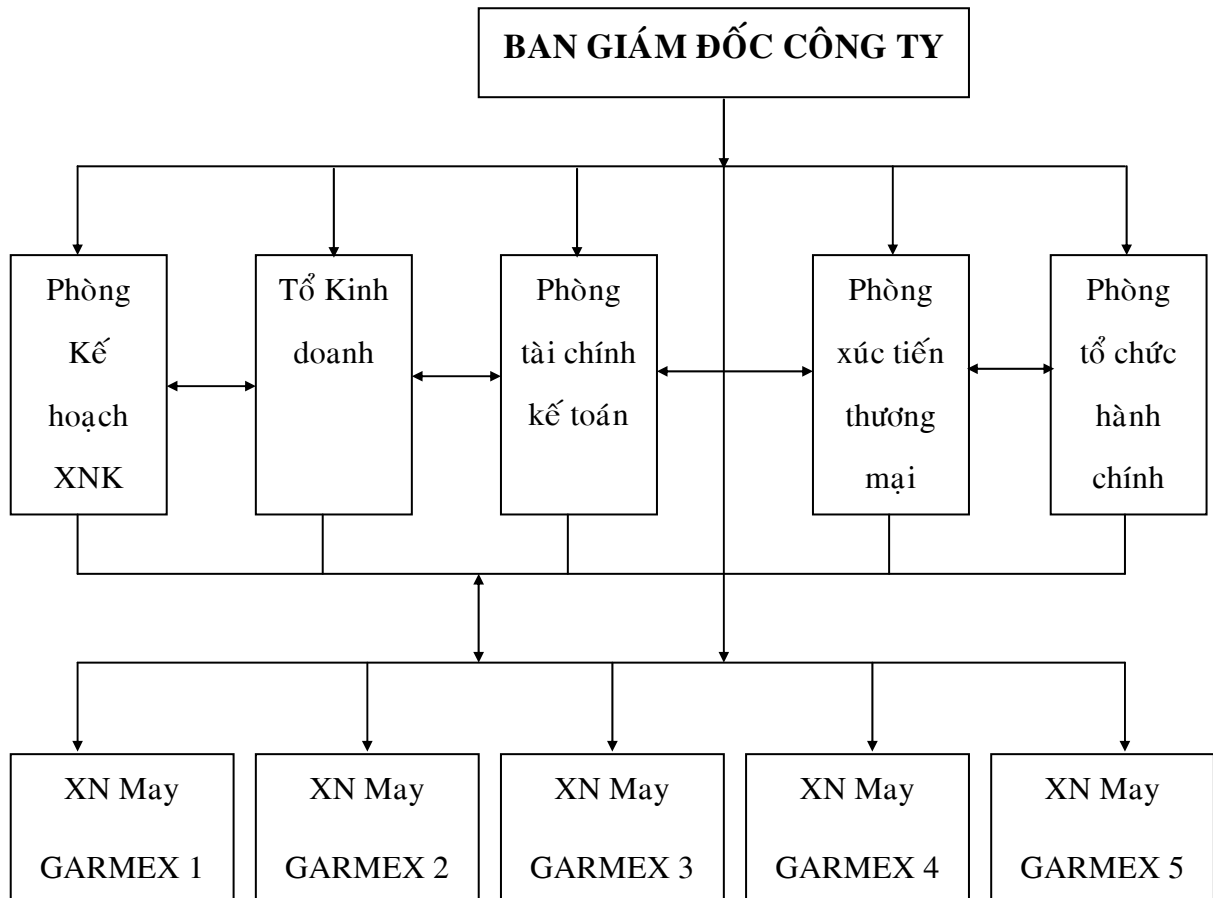
b) *Phòng nghiệp vụ:*

- Phòng tổ chức hành chính.
- Phòng Kế hoạch và xuất nhập khẩu.
- Phòng Tài chính Kế toán.
- Phòng Xúc tiến Thương mại
- Tổ Kinh doanh FOB.

c) Xí nghiệp trực thuộc: 5 đơn vị.

- Xí nghiệp may Garmex 1: 107 Trần Hưng Đạo B, Quận 5, TPHCM.
- Xí nghiệp may Garmex 2: 236/7 Nguyễn Văn Lượng, Gò Vấp, TPHCM.
- Xí nghiệp may Garmex 3: 55E Minh Phụng, Quận 6, TPHCM.
- Xí nghiệp may Garmex 4: 213 Hồng Bàng, Quận 5, TPHCM.
- Xí nghiệp may Garmex 5: Quốc lộ 22, xã Tân Xuân, huyện Hóc Môn, TPHCM.

2.1.4. SƠ ĐỒ TỔ CHỨC CÔNG TY GARMEX SAIGON:



2.1.5. CHỨC NĂNG VÀ MỤC TIÊU KINH DOANH:

- Công ty SX-XNK May Sài Gòn là doanh nghiệp Nhà nước, có tư cách pháp nhân, có con dấu riêng, hạch toán độc lập, được tổ chức sản xuất, kinh doanh và xuất nhập khẩu trực tiếp.
- Chức năng chính: Sản xuất, kinh doanh, xuất nhập khẩu nguyên phụ liệu, hàng may mặc và thiết bị dệt may.

2.1.6. QUÁ TRÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH:

Công ty SX-XNK May Sài Gòn thành lập vào những năm đầu thập niên 90, do đó cơ sở sản xuất, thiết bị cũ kỹ và thiếu hụt thị trường, khách hàng. Bằng sự nỗ lực của mình, Công ty đã từng bước tìm kiếm khách hàng, mở rộng thị trường, đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật, xây dựng uy tín thương hiệu và phát triển nhanh chóng lên 5 xí nghiệp, 1 công ty liên doanh như hiện nay. Từ 1-2 khách hàng Châu Âu, nay đã có hơn 10 khách hàng trải rộng trên các thị trường: Nhật Bản, Tây Âu, Đài Loan, Nam Mỹ, Mỹ, Hàn Quốc ...

a) *Kết quả sản xuất kinh doanh từ năm 1999 đến 2002:*

Đơn vị tính: triệu đồng.

TT	Chỉ tiêu	Năm 1999	Năm 2000	Năm 2001	Năm 2002
01	Vốn Nhà nước	19.504	19.431	20.783	20.783
02	Doanh thu	44.683	46.141	36.457	47.439
03	LỢI NHUẬN trước thuế	3.226	1.376	982	262

04	LỢI NHUẬN sau thuế	2.355	1.000	674	178
05	Lao động (người)	1.903	1.967	1.453	1.837
06	Thu nhập bq (đ/ng/thg)	903.269	921.273	834.239	1.037.911
07	Các khoản nộp ngân sách	1.608	1.419	713	(224)
	Trong đó				
	Thuế DT hoặc GTGT	125	(191)	(457)	1.198
	Thuế TNDN	1.483	1.610	1.170	954
08	Tỷ suất Ln sau thuế/VKD	0.12	0.05	0.03	0.01
09	Nợ phải trả	10.291	15.367	12.116	25.950
	Trong đó				
	Nợ ngân sách	3.141	3.523	2.531	2.231
	Nợ ngân hàng	7.150	11.844	9.585	23.718
10	Nợ phải thu	11.730	9.324	6.988	16.610
	Trong đó				
	Nợ khó đòi (gia công Bebe, Đài Loan)			3.158	3.158

b) Phân tích đánh giá hoạt động sản xuất kinh doanh.

Thuận lợi và khó khăn:

Thuận lợi:

- Có đội ngũ cán bộ quản lý, kỹ thuật, nghiệp vụ nhiệt tình, trách nhiệm và năng nổ.
- Có thị trường xuất khẩu tương đối ổn định. Xây dựng được uy tín với khách hàng thông qua chất lượng sản phẩm và giao hàng đúng hạn.
- Tích lũy được kinh nghiệm trong quản lý điều hành theo hệ thống ISO.9002, từng bước điều chỉnh cơ cấu kinh doanh theo hướng nâng dần tỷ lệ mua bán FOB và mở rộng dịch vụ giao nhận, xuất nhập và thuê bao.
- Vận dụng được nhiều chính sách ưu đãi của Nhà nước trong đầu tư cơ sở vật chất theo hướng hiện đại hoá thiết bị và xây dựng nhà xưởng phù hợp với đánh giá của khách hàng theo hướng tiêu chuẩn SA.8000

Khó khăn:

- Ngành may là ngành kỹ thuật đơn giản, thu hút nhiều lao động, vốn đầu tư ít nên dễ dàng phát triển. Trong khi đó, thị trường xuất khẩu còn bó hẹp, phương thức kinh doanh chủ yếu là gia công nên áp lực cạnh tranh mạnh mẽ, dễ bị khách hàng ép giá...
- Khi có hiệp định Việt Mỹ, thị trường rộng mở hơn thì việc đầu tư mới trong ngành may càng nở rộ, trong khi đó các đơn vị chưa có sự đầu tư đúng mức về nguồn nhân lực, nên dẫn đến sự cạnh tranh gay gắt trong lực lượng lao động. Chỉ trong 2 năm 2001, 2002 lượng lao động trong công ty đã luân chuyển hơn 50%. Công nhân mới vào chủ yếu là nhập cư, có trình độ văn hoá tay nghề thấp (chủ yếu là 2/6)

- Công tác quy hoạch cán bộ chưa được chú trọng, nên không theo kịp yêu cầu phát triển của các xí nghiệp và đòi hỏi của khách hàng trong sản xuất cũng như trong nghiệp vụ.
- Hoạt động điều hành, lãnh đạo SXKD được quan tâm chấn chỉnh nhưng chưa thật sự nề nếp, vẫn có hiện tượng kỷ cương, kỷ luật không được chấp hành nghiêm túc, làm ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của công ty.
- Trong cơ cấu kinh doanh, chủ yếu là gia công xuất khẩu, tỷ trọng FOB còn thấp và chưa thật sự nề nếp, ổn định và vì là hàng gia công nên tổ chức sản xuất thường bị động khi khách hàng cung cấp nguyên phụ liệu không đồng bộ, chất lượng nguyên phụ liệu không ổn định, giải quyết kỹ thuật chậm ... do đó thời gian “chết” trong sản xuất khá cao, làm ảnh hưởng đến năng suất lao động của công ty và việc làm, thu nhập của người lao động.

Sản phẩm và thị trường:

Sản phẩm của công ty được thực hiện qua nhiều giai đoạn, công nghệ khép kín từ khâu nhập nguyên phụ liệu đến sản xuất ra thành phẩm. Tất cả các công đoạn đều được kiểm tra chặt chẽ, đảm bảo đủ tiêu chuẩn xuất khẩu và phù hợp hệ thống quản lý theo tiêu chuẩn ISO-9002

- Sản phẩm của công ty bao gồm hàng thun các loại, quần các loại, Jacket, hàng trượt tuyết .v.v.
- Dịch vụ bảo hành và mua bán máy thêu công nghiệp Baradan. Ủy thác xuất nhập và mua bán thiết bị ngành dệt may.

- Thị trường công ty chủ yếu là xuất khẩu: UE, Nhật, Mỹ, Đài Loan, Hàn Quốc... ngoài ra công ty còn sản xuất và bán sản phẩm cho thị trường trong nước với các nhãn hiệu “Saga’s”, và “GS” thông qua hệ thống siêu thị, đại lý.

Lao động.

Tổng số CBCNV tính đến thời điểm cổ phần hoá (05/07/2002) là 1.492 lao động, trong đó:

- Bộ phận quản lý: 7 người.
- Khối phòng, ban nghiệp vụ: 36 người.
- Bộ phận phục vụ sản xuất: 168 người.
- Công nhân trực tiếp sản xuất: 1.281 người.

Về trình độ:

- Đại học: 35 người.
- Cao đẳng: 11 người.
- Trung cấp: 32 người.
- Công nhân kỹ thuật: Đã tính trong Đại học và Trung cấp.
- Lao động:
 - + Bạc 1/6: 455 người.
 - + Bạc 2/6: 484 người.
 - + Bạc 3/6: 165 người.

+ Bậc 4/6: 160 người.

+ Bậc 5/6: 17 người.

Nhìn chung, đội ngũ cán bộ nghiệp vụ, quản lý có tinh thần trách nhiệm, nhiều kinh nghiệm đáp ứng được yêu cầu công việc. Lực lượng lao động có một bộ phận có tay nghề cao, gắn bó với công ty, một bộ phận công nhân trẻ còn biến động, chưa thật sự ổn định và tay nghề còn hạn chế, phổ biến là bậc 2/6.

2.2. PHƯƠNG HƯỚNG PHÁT TRIỂN SXKD TỪ 2003 ĐẾN 2005

Xu thế khu vực hóa và toàn cầu hoá, tiến trình hội nhập kinh tế, tự do thương mại trong đó có hiệp định thương mại Dệt May (ATC) của WTO hiện nay đang diễn ra mạnh mẽ và đang tạo ra cho các doanh nghiệp dệt may cơ hội lớn. Đó là cơ hội về thị trường: Một thị trường rộng mở và đa dạng. Tuy nhiên, công ty cũng phải đối mặt với những thách thức to lớn, đặc biệt là cạnh tranh của các nước xuất khẩu lớn như: Ấn Độ, Trung Quốc, Pakistan... và thách thức sẽ to lớn hơn nếu như Việt Nam không thể trở thành thành viên của WTO trong năm 2004. Tất cả lợi thế của một thành viên được hưởng sẽ không đến với Việt Nam. Bên cạnh đó, sự cạnh tranh trong nội bộ của ngành dệt may cũng trở nên gay gắt hơn vì cơ hội có nhiều, đầu tư cũng không lớn nên rất dễ thành lập các doanh nghiệp may. Trong đó cạnh tranh trong lĩnh vực lao động sẽ là chủ yếu, cả lao động trực tiếp lẫn lao động gián tiếp.

Do đó, định hướng chung trong phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty là: “ Phát huy lợi thế cạnh tranh, đầu tư có trọng điểm và có bước đi

thích hợp với các nguồn nội lực và chính sách thích hợp trong từng thời điểm; kết hợp hiệu quả trước mắt và mục tiêu lâu dài”

Xuất phát từ quan điểm đó, phương hướng phát triển SXKD của công ty từ năm 2003 đến 2005 được xác định như sau:

2.2.1. MỤC TIÊU:

- Phát huy tối đa tiềm năng, lợi thế sẵn có của công ty về uy tín thương hiệu, cơ sở vật chất và thiết bị. Kết hợp đầu tư chiều sâu với việc cải tiến và đổi mới tổ chức quản lý... để nâng cao năng lực cạnh tranh trên cơ sở bảo đảm sản xuất ra những sản phẩm có chất lượng cao, giá thành hạ, thời gian sản xuất được rút ngắn theo hướng phản ứng nhanh.
- Điều chỉnh cơ cấu kinh doanh theo hướng tăng dần tỷ trọng dịch vụ, từng bước đa dạng hoá ngành hàng và mặt hàng SXKD mà công ty có tiềm năng, lợi thế và thị trường có nhu cầu; đảm bảo đủ việc làm thường xuyên và ổn định cho 2.000 CBCNV trong những năm tới với mức cổ tức của mỗi cổ phần bình quân là 1 – 1,3%/tháng và thu nhập bình quân tăng từ 5-10%/năm.
- Vừa tập trung mở rộng thị trường ngoài nước, vừa coi trọng việc xây dựng lại mạng lưới tiêu thụ trong nước đối với các ngành hàng:
 - + Hàng may mặc các loại.
 - + Dịch vụ xuất nhập khẩu: Ủy thác, giao nhận, khai thuế hải quan...
 - + Phấn đấu đưa tỷ trọng hàng FOB và dịch vụ lên 30-40% so với tổng doanh thu vào năm 2005

2.2.2. ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN

a) *Về đầu tư:*

- Dành một tỷ lệ đầu tư phù hợp để trang bị bổ sung một số thiết bị hiện đại nhằm thực hiện chuyên môn hoá dây chuyền sản xuất tại các xí nghiệp. Đảm bảo sản xuất ra sản phẩm có chất lượng cao với năng suất tiên tiến để tăng sức cạnh tranh
- Chủ động thực hiện vai trò nòng cốt của công ty trong đầu tư mở rộng sản xuất tại các địa phương, đơn vị bạn có tiềm năng dưới hình thức hợp tác, liên doanh, liên kết và nhà thầu phụ. Bằng nhiều hình thức hợp tác, liên kết, thuê bao ... để di dời các đơn vị sản xuất ra khỏi nội thành, giảm thiểu chi phí phát sinh do chính sách vận tải của thành phố quy định, đồng thời điều chỉnh các công năng của mặt bằng sản xuất sau khi di dời để nâng cao hiệu quả. Cần xem đây là giải pháp tích cực để phát huy nguồn lực bên trong và bên ngoài công ty và cũng là thái độ tích cực trong thực thi nghị quyết 20/NQ-TW về định hướng hoạt động của thành phố đến năm 2010.
- Xây dựng nhãn hiệu sản phẩm và thương hiệu doanh nghiệp có đẳng cấp, uy tín với khách hàng trên cơ sở hoàn thiện hệ thống quản lý chất lượng theo tiêu chuẩn ISO-9001, phiên bản 2000 và SA.8000 hoặc tiêu chuẩn WRAP mà các khách hàng Mỹ chấp nhận.
- Tích cực ứng dụng công nghệ thông tin vào các hoạt động quản lý của công ty. Hoàn chỉnh chế độ trách nhiệm trao đổi thông tin qua hệ thống mạng nội bộ.

- Đầu tư, đào tạo và đào tạo lại đội ngũ cán bộ hiện có, chú trọng cả khâu tạo nguồn thay thế bổ sung (Kể cả việc gửi đi đào tạo ở nước ngoài), đặc biệt là cán bộ chủ chốt, cán bộ quản lý kỹ thuật, thiết kế nhằm đáp ứng tốt nhất yêu cầu nâng cao năng lực cạnh tranh của công ty.
- Tổ chức đào tạo, đào tạo lại và bồi dưỡng nâng cao tay nghề của công nhân cho phù hợp với việc sắp xếp lại sản xuất của công ty và đáp ứng yêu cầu cạnh tranh gay gắt của thị trường. Chú trọng xây dựng chính sách thu hút nhân tài, ưu đãi với công nhân giỏi, có tay nghề cao... đảm bảo nguồn nhân lực ngày càng có chất lượng cao và ổn định.

b) Về ngành hàng, mặt hàng:

- củng cố và phát huy thế mạnh của công ty về các sản phẩm truyền thống như: Hàng thun các loại, trượt tuyết, Jacket, quần tây ... đối với thị trường xuất khẩu hiện có, đồng thời tổ chức mở rộng thị trường mới song song với việc đầu tư phát triển mặt hàng mới. Coi trọng thị trường nội địa.
- Tăng nhanh tỷ lệ hàng mua bán FOB ở các khách hàng đã có. Mở rộng thêm nguồn khách hàng ở các thị trường khác trên cơ sở tăng cường lực lượng thiết kế, kiểm hoá kỹ thuật.

c) Về công tác đối ngoại và thị trường:

Về đối ngoại:

Trong điều kiện tình hình kinh tế – tài chính các nước trong khu vực và thế giới còn tiếp tục diễn biến phức tạp, kéo dài và bản thân công ty cũng còn nhiều khó khăn trong nắm bắt, xử lý thông tin thị trường cũng như kinh nghiệm ứng phó

với diễn biến tình hình và chưa chủ động tổ chức thị trường hàng hoá cho sản xuất.. Vì vậy, trong công tác đối ngoại cần hết sức tỉnh táo, khôn khéo. Phát huy lợi thế và uy tín của công ty trong việc sản xuất, liên kết và hợp tác với khách hàng để tranh thủ tối đa sự hợp tác giúp đỡ của các đối tác bạn hàng nước ngoài về vốn, kinh nghiệm quản lý, công nghệ mới tiên tiến, thông tin và kinh nghiệm xử lý, ứng phó thị trường trên cơ sở: Hợp tác, bình đẳng hai bên cùng có lợi.

Trong chiến lược khách hàng, công ty chú trọng vun đắp quan hệ khách hàng cũ, phát triển khách hàng tiềm năng mới trên cơ sở năng lực thực tế và đường lối kinh doanh của công ty. Hàng năm có đánh giá, phân loại khách hàng theo những tiêu chí cụ thể để có chính sách phù hợp như: khách hàng “cùng tiến” (Chịu đầu tư và hợp tác lâu dài), “cùng đi” (Sử dụng các tiện ích, ưu thế sẵn có của công ty để hoạt động, phát triển lâu dài), “vãng lai” (Chứa chấy khi kế hoạch sản xuất có sự cố, hợp tác không bền vững), “tiềm năng” cần tác động để trở thành khách hàng, đối tác như các loại khách hàng trên. Tóm lại, cần tạo nguồn khách hàng phong phú, có thực lực và xem trọng sự hợp tác, phát triển bền vững cùng công ty.

Về thị trường:

Tuy những năm qua, công ty đạt được những kết quả nhất định nhưng cần phải chuẩn bị sẵn sàng đón nhận thách thức khắc nghiệt không những năm tới. Phương hướng chung cho việc xây dựng hệ thống tiêu thụ thời gian tới là: Đầu tư đúng mức cho công tác Xúc tiến thương mại về tài lực và cả nhân lực, đồng thời với việc xây dựng cơ sở vật chất kỹ thuật, thái độ ứng xử trong quan hệ, công việc của cán bộ nghiệp vụ, quản lý xí nghiệp theo hướng quản lý hiện đại. Thúc đẩy công việc khai thác và xử lý thông tin, xây dựng và quảng bá nhãn hiệu, thương hiệu

công ty, tạo cho khách hàng trong và ngoài nước quen với sản phẩm, nhãn hiệu của Garmex Sài Gòn, cảm nhận được “sự lựa chọn đáng tin cậy”. Trên cơ sở đó kích thích sự phát triển các hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty, đặc biệt là sản xuất và kinh doanh hàng xuất khẩu.

d) Công tác tổ chức quản lý sản xuất.

Trong điều kiện phải có sự thích ứng cao với những yêu cầu khắc nghiệt của cơ chế thị trường, việc đầu tư cho công tác tổ chức bộ máy, cán bộ cần đảm bảo: Tinh gọn, đủ năng lực quản lý, điều hành đạt hiệu quả tốt các hoạt động trong công ty, cũng như việc ổn định lực lượng lao động, nâng cao tay nghề – nghiệp vụ của đội ngũ công nhân viên chức là hết sức quan trọng. Đầu tư nguồn nhân lực của công ty là tiền đề đảm bảo thực hiện thắng lợi những mục tiêu công ty đề ra.

e) Vốn và hiệu quả sử dụng vốn:

- Trước hết vốn của công ty, của các cổ đông phải được sử dụng đúng mục đích, có hiệu quả theo nguyên tắc: Bảo toàn và phát triển vốn.
- Xây dựng và thực hiện tốt hơn việc tiết kiệm tối đa các chi phí trong điều hành để tập trung mọi nguồn vốn vào hoạt động sản xuất, hoạt động kinh doanh trực tiếp sinh lợi. Đảm bảo vòng quay của vốn sản xuất là 3 – 3,5 vòng/năm, vốn kinh doanh từ 5 – 6 vòng/năm và lợi nhuận trên vốn điều lệ từ 15% trở lên.
- Việc huy động vốn phục vụ SXKD được thực hiện trên cơ sở huy động trong nội bộ cổ đông của công ty, vay đầu tư ứng dụng trước của nước ngoài.

Trường hợp cần vốn lớn, khi có đủ điều kiện sẽ do Hội đồng Quản trị quyết định thông qua việc bán thêm cổ phiếu để tăng vốn điều lệ.

Trên tinh thần đó, chúng tôi xin giới thiệu kế hoạch dự kiến từ năm 2003 đến 2005

Chỉ tiêu	Đơn vị	2003	2004	2005
1. Giá trị TSL SXCN	Tỷ đồng	28	31	34
2. Tổng doanh thu	-“-	50	55	60,5
Trong đó				
- Hàng gia công XK	-“-	36	40	42,5
- FOB + dịch vụ	-“-	14	15	18
3. Kim ngạch XNK	Triệu USD			
- Xuất khẩu	-“-	15	16,5	18
- Nhập khẩu	-“-	12	13,2	14,5
4. Vốn điều lệ	Tỷ đồng	22,75	22,75	22,75
Trong đó, vốn sở hữu Nhà nước	-“-	2,275	2,275	2,275
5. Lợi nhuận thực hiện (12% /DT)	-“-	6	6,6	7,26
6 Nộp NSNN (32%LN)	-“-	1,92	2,11	2,32
7. Lợi nhuận ròng	-“-	4,08	4,49	4,94
8. Trích lập các quỹ	-“-			

- Quỹ dự trữ (5% Ln ròng)	-“-	0,2	0,22	0,25
- Quỹ ĐT PT (10% Ln ròng)	-“-	0,40	0,44	0,49
- Quỹ KT PL (5% Ln ròng)	-“-	0,20	0,22	0,25
9. Lợi tức chia cổ đông	-“-	3,28	3,61	3,95
10. Cổ tức (%/năm)		14,42	15,86	17,36
11. Lao động	Người	2.000	2.000	2.000
12. Thu nhập bq/ng/tháng	Tr đ	1,3	1,365	1,43
- Lương	-“-	1,15	1,19	1,25
- Thưởng	-“-	0.15	0.17	0.18

Ghi chú: Thuế thu nhập doanh nghiệp được giảm 2 năm đầu sẽ bổ sung vào quỹ đầu tư phát triển của công ty cổ phần.

Trên đây là những chỉ tiêu công ty cổ phần phải thực hiện khi kết quả kinh doanh những năm trước đây không được thuận lợi, tỷ suất lợi nhuận thấp do sự trì trệ về kinh tế ở các thị trường truyền thống của công ty, cũng như những gánh nặng tài chính từ công nợ khó đòi Bebe, hàng tồn kho của Saga ... và sự biến động lao động trong nhiều năm liền. Với những kinh nghiệm sau khi cải tiến cơ chế điều hành, sắp xếp lại sản xuất và điều chỉnh cơ cấu thị trường, khách hàng cho phù hợp với năng lực từng xí nghiệp, kết hợp với việc mở rộng quyền hạn kinh doanh của công ty cổ phần để khai thác tốt nhất lợi thế của công ty, công ty hoàn toàn có cơ sở tin tưởng thực hiện được các chỉ tiêu trên. Chưa tính đến những lợi ích thu nhập từ các hoạt động kinh doanh, dịch vụ khác, nếu công ty khi chuyển sang cổ phần giữ được nhịp

độ sản xuất như 6 tháng cuối năm 2002 hoặc của quý 1/03 thì chúng ta có đủ điều kiện thực hiện các chỉ tiêu trên. Trong quý 1, công ty đã thực hiện được doanh số gần 16 tỷ (tăng 253.48% so với cùng kỳ 2002), lãi hơn 2 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm 2002 lỗ 2.2 tỷ (Chu kỳ ngành may trong quý 1 thường không đủ việc làm nên phải lỗ)

Tóm lại:

Là doanh nghiệp Nhà nước của ngành may Thành phố chuyển sang công ty cổ phần, chắc chắn trong thời gian đầu hoạt động không tránh khỏi những trở ngại, khó khăn về nhiều mặt. Song với sự lãnh đạo của Đảng Ủy công ty, sự phối hợp chặt chẽ của các đoàn thể quần chúng cùng với sự đoàn kết, đồng tâm, đồng lòng và trách nhiệm của trên 1.800 cán bộ nhân viên – viên chức công ty và các cổ đông, công ty tin rằng Công ty cổ phần Sản xuất – Thương mại May Sài Gòn sẽ vượt qua được những thử thách ban đầu để phát triển.

Với những bài học kinh nghiệm trong quản lý vừa qua và triệt để phát huy những lợi thế vốn có của công ty về cơ sở vật chất, uy tín thương hiệu, nguồn hàng, khách hàng... Công ty sẽ tiếp tục khai thác để thực hiện mục tiêu tổng quát của phương án này. Đồng thời với việc thúc đẩy tăng trưởng sản xuất kinh doanh, công ty sẽ từng bước mở rộng phạm vi hoạt động sang các ngành hàng, mặt hàng và dịch vụ khác trên cơ sở nắm bắt, đón trước thời cơ để đạt được mục đích và phát triển công ty bền vững, nâng cao cổ tức cho mọi cổ đông công ty.

Để đạt được mục tiêu trên, nhiệm vụ của mỗi cán bộ CNV, mỗi cổ đông của Công ty cổ phần sản xuất thương mại May Sài Gòn sẽ rất nặng nề, đòi hỏi phải có sự cộng lực, đồng tâm, đồng lòng. Mỗi thành viên phải thật sự là người chủ của

công ty: làm chủ đồng vốn của chính mình, quyết định sự tồn tại và phát triển của công ty, là người quyết định thu nhập và lợi tức của chính mình. Công ty không ai chấp nhận sự trì trệ, biếng nhác, yếu kém của bản thân gây cản trở, trì hoãn đến tiến trình phát triển của công ty hoặc làm thiệt hại đến uy tín, của cải vật chất, lợi nhuận, thu nhập của công ty và của các cổ đông.

2.3. PHƯƠNG ÁN CỔ PHẦN HOÁ

2.3.1. MỤC TIÊU CỔ PHẦN HÓA:

- Chuyển hình thức sở hữu 100% vốn Nhà nước thành hình thức sở hữu của các cổ đông, trong đó có sự tham gia góp vốn của Nhà nước trong công ty cổ phần. Tạo ra sự thay đổi căn bản về phương thức quản lý, kết hợp với việc tăng vốn để từng bước đầu tư đổi mới công nghệ, phát triển quy mô, năng lực sản xuất kinh doanh nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động hiện nay và trong tương lai.
- Huy động vốn nhân rỗi của CBCNV trong doanh nghiệp, của cá nhân, của các tổ chức kinh tế trong và ngoài nước để đầu tư nhằm ngày càng phát triển doanh nghiệp.
- Nâng cao vai trò làm chủ thực sự, gắn chặt giữa trách nhiệm, công việc và quyền lợi của các cổ đông, tạo động lực thúc đẩy trong công tác điều hành – quản lý – sản xuất – kinh doanh có hiệu quả.

2.3.2. ĐIỀU KIỆN ĐỂ CỔ PHẦN HÓA:

- Căn cứ tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của 4 năm vừa qua.

- Căn cứ phương hướng sản xuất – kinh doanh của 3 năm tiếp theo do công ty SX-XNK May Sài Gòn xây dựng.
- Căn cứ các quy định hiện hành của pháp luật.
- Là Doanh nghiệp thuộc diện Nhà nước không cần nắm giữ 100% vốn.

Công ty SX-XNK May Sài Gòn thấy có đủ điều kiện để thực hiện cổ phần hóa, phù hợp với nguyện vọng của người lao động trong doanh nghiệp và chủ trương của Nhà nước.

2.3.3. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP:

Giá trị Doanh nghiệp tại thời điểm cổ phần hóa 31/12/2001, theo sổ sách kế toán và biên bản xác định giá trị doanh nghiệp Hội đồng thẩm định giá trị Doanh nghiệp Thành phố là:

- Theo sổ sách kế toán: 18.750.000.000 đồng.
- Theo biên bản xác định Giá trị Doanh nghiệp là: 29.707.910.082 đồng.

Tuy nhiên, như đã trình bày ý kiến trước Tổ chuyên viên và Hội đồng Thẩm định Giá trị Doanh nghiệp Thành phố, công ty bảo lưu ý kiến xin giải quyết âm quỹ 3.799.134.488 đồng do đã chi cho người lao động những năm trước đây, hiện nay không thể thu hồi do đại bộ phận đã nghỉ việc và công nợ Bebe là 209.359,51 USD (tương đương 3.158.188.208 đồng), do công ty này hiện không còn hoạt động tại địa chỉ cũ như văn bản Văn phòng Đại diện Văn Hóa Việt Nam tại Đài Bắc xác định, hơn nữa công nợ thực tế đã kéo dài hơn 3 năm, nếu đưa vào giá trị doanh nghiệp chắc rằng sẽ khó bán được cổ phần và hoạt động công ty cổ phần gặp nhiều khó khăn vì thực chất không có giá trị này.

Và trong phiên họp ngày 15/04/2003, Ban đổi mới Quản lý Doanh nghiệp Thành phố đã xử lý (Theo thông báo số 119/ĐMDN ngày 16/04/2003) như sau:

- Giá trị phần vốn Nhà nước theo sổ sách kế toán: 18.749.678.629 đồng.
- Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước đánh giá lại: 22.750.587.386 đồng.

2.3.4. HÌNH THỨC CỔ PHẦN HÓA:

Căn cứ đặc điểm và tình hình thực tế, công ty SX-XNK May Sài Gòn chọn hình thức cổ phần hóa thứ 2 trong điều 3 nghị định 64/2002/NĐ-Chính phủ ngày 19/06/2002 với vốn điều lệ của công ty là 22.750.000.000 đồng. Cụ thể cơ cấu vốn của công ty cổ phần SX-TM May Sài Gòn như sau:

- Nhà nước giữ 10% vốn điều lệ tương ứng 2.275.000.000 đồng.
- Bán cho CB-CNV công ty 72.86% tương ứng 16.575.000.000 đồng bao gồm:
 - + Bán ưu đãi cho người lao động: 7.487.500.000 đồng (32.91%). Trong đó bán cổ phần ưu đãi trả dần 10 năm cho người lao động nghèo trong công ty là 1.465.000.000 đồng.
 - + Bán theo giá không ưu đãi cho người lao động: 9.087.500.000 đồng (39.95%)
- Bán đấu giá cho bên ngoài công ty là 17.14% vốn điều lệ tương ứng 3.900.000.000 đồng.

2.3.5. MỆNH GIÁ VÀ SỐ LƯỢNG CỔ PHIẾU PHÁT HÀNH:

- Mệnh giá mỗi cổ phần của doanh nghiệp là 100.000 đồng.
- Số lượng phát hành là: 227.500 cổ phần.

2.3.6. TÍNH CHẤT CỔ PHIẾU VÀ CÔNG THỨC PHÁT HÀNH:

Cổ phiếu phát hành theo 2 loại, theo mẫu của bộ Tài chính ban hành:

- Cổ phiếu ghi danh (Không chuyển nhượng) dành cho:
 - + Cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát (Trong suốt thời gian tại chức và 2 năm sau thời gian thôi chức)
 - + Các cổ đông là CB.CNV trong công ty được mua cổ phần theo giá ưu đãi (Trong thời gian 3 năm theo điều lệ công ty cổ phần)
 - + Các cổ đông là CB.CNV nghèo được mua trả chậm trong 10 năm (theo điều lệ công ty cổ phần)
- Cổ phiếu không ghi danh (tự do mua bán chuyển đổi) dùng cho:
 - + Cổ đông là các thể nhân ngoài công ty.
 - + Cổ đông là CB.CNV mua lần hai theo nguyên giá.
 - + Cổ phiếu mới phát hành khi công ty cần tăng vốn.

2.3.7. ĐỐI TƯỢNG VÀ KẾ HOẠCH BÁN CỔ PHẦN:

- Cổ đông là Nhà nước: Nhà nước tham gia vốn trong công ty cổ phần theo tỷ lệ 10%, tức 22.750 cổ phần tương ứng với 2.275.000.000 đồng.
- Cổ đông là CB.CNV công ty: Tham gia góp vốn trong công ty cổ phần.
 - + Số CB.CNV đủ điều kiện được xét mua cổ phần giá ưu đãi: 937 người
 - Trong đó, số CB.CNV nghèo mua cổ phần giá ưu đãi trả chậm: 181 người
 - + Số lao động chuyển sang công ty cổ phần là 1.435 người.

Cụ thể như sau:

- Mua cổ phần theo giá ưu đãi (70.000 đồng/cổ phần): 74.875 cổ phiếu
- Mua cổ phần theo đúng mệnh giá (100.000 đồng/cổ phần) là 90.875 cổ phần tương ứng với 9.087.500.000 đồng.
- Cổ đông là người ngoài doanh nghiệp: tham gia đấu giá theo tỷ lệ 30% vốn điều lệ sau khi trừ phần vốn giữ lại của Nhà nước 10% và phần bán ưu đãi cho NLD, là 39.000 cổ phần tương ứng với 3.900.000.000 đồng.

2.3.8. PHƯƠNG ÁN ĐÀO TẠO LẠI

Phương án đào tạo lại của công ty bao gồm cả lao động trực tiếp lẫn gián tiếp. Tổng số lao động thuộc diện đào tạo, đào tạo lại là 413 người với tổng kinh phí xin hỗ trợ là 1.186.930.000.

2.3.9. CHI PHÍ CỔ PHẦN HÓA DỰ KIẾN:

Nội dung chi phí	Số tiền
Chi phí in ấn tài liệu, tập huấn nghiệp vụ	15.000.000
Kiểm kê tài sản	20.000.000
Tổng hợp lập biểu mẫu tính toán	5.000.000
Kiểm định nhà xưởng, công trình kiến trúc	110.000.000
Lập phương án cổ phần, xây dựng điều lệ	30.000.000
Đại hội CNVC chuẩn bị cho cổ phần	90.000.000
Tuyên truyền về cổ phần, quảng cáo, đăng báo	10.000.000

Tổ chức bán cổ phiếu	20.000.000
Đại hội cổ đông thành lập	40.000.000
Đăng ký kinh doanh, mở tài khoản, đổi dấu	10.000.000
TỔNG CỘNG	350.000.000

Chi phí trên sẽ được quyết toán thực tế sau khi kế thúc tiến trình cổ phần hóa công ty SX-XNK May Sài Gòn và trừ vào tiền bán cổ phần thuộc vốn Nhà nước tại doanh nghiệp.

2.3.10. DỰ KIẾN HOÀN VỐN NHÀ NƯỚC:

Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước đánh giá lại tại thời điểm 31/12/2001 của công ty theo thông báo xét duyệt đề án cổ phần hóa của Ban đổi mới Quản lý Doanh nghiệp Thành phố là 22.750.587.386 đồng.

Thực hiện cổ phần theo phương án:

- Giữ lại sở hữu Nhà nước trong vốn điều lệ: 2.275.000.000 đồng.
- Giá trị ưu đãi khi bán cổ phần cho CBCNV: 2.246.250.000 đồng.
- Dự kiến chi phí cổ phần hóa (Mức cho phép): 350.000.000 đồng.

Dự kiến hoàn vốn là 17.879.337.386 đồng. Trong đó:

- Hoàn vốn ngay sau khi bán cổ phần: 16.853.837.386 đồng.
- Hoàn vốn sau 10 năm: 1.025.500.000 đồng.

2.4. TỔ CHỨC THỰC HIỆN PHƯƠNG ÁN ĐƯỢC DUYỆT

Dự kiến tổ chức thực hiện các bước tiếp như sau:

- Tu chỉnh đề án theo kết quả thẩm tra của Ban Đổi mới Doanh nghiệp thành phố (tháng 04/2003)
- Lập thủ tục đề nghị Thành phố ra quyết định chuyển đổi Doanh nghiệp thành công ty cổ phần (tháng 04/2003)
- Tiến hành thủ tục bán cổ phần (tháng 05/2003)
- Giới thiệu người đại diện vốn Nhà nước trong công ty cổ phần (tháng 05/2003)
- Đại hội cổ đông tháng 06/2003.
- Tu chỉnh điều lệ công ty cổ phần và báo cáo kết quả Đại hội cổ đông thành lập (tháng 06/2003)
- Tổ chức bàn giao và chuyển sở hữu cho công ty cổ phần tháng (06/2003).
- Đăng ký kinh doanh và công bố hoạt động (tháng 07/2003)

TRƯỞNG BAN ĐỔI MỚI DOANH NGHIỆP

CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI GÒN

Lê Quang Hùng

(Đã ký)

**PHỤ LỤC 3: BIÊN BẢN XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP
CỦA CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI:**

ỦY BAN NHÂN DÂN TP. HỒ CHÍ MINH CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
HỘI ĐỒNG XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

---oOo---

TP. Hồ Chí Minh, ngày ... tháng ... năm 2003

BIÊN BẢN

**XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP
CỦA CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI GÒN**

Tại thời điểm 31/12/2001

(Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo giá trị tài sản)

Thi hành Quyết định số 5327/QĐ-UB-KT ngày 23/12/2002 của Ủy Ban Nhân Dân TP. Hồ Chí Minh v/v thành lập Hội đồng xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa.

Hội đồng xác định giá trị doanh nghiệp thành phố đã tiến hành làm việc ngày 26 tháng 03 năm 2003 tại Chi cục Tài Chính doanh nghiệp TP Hồ Chí Minh để xác định giá trị doanh nghiệp của Công ty SX-XNK May Sài Gòn.

Thành phần Hội đồng gồm:

1. Ông Đinh Công Vinh – Phó Giám đốc sở Tài Chính – Vật Giá TP – Chủ tịch Hội đồng
 2. Ông Đỗ Phi Hùng – Phó Giám đốc sở Địa chính – Nhà đất TP – Thành viên Hội đồng
 3. Bà Hoàng Thị Vui – Phó Chi Cục trưởng Chi cục Tài chính doanh nghiệp TP – Thành viên Hội đồng
 4. Ông Trương Minh Tâm – Chuyên viên Ban Đổi Mới Quản Lý doanh nghiệp TP – Thành viên Hội đồng
 5. Bà Quách Tố Dung – Phó Giám đốc sở Công Nghiệp TP – Thành viên Hội đồng.
 6. Ông Lê Quang Hùng – Giám đốc công ty SX-XNK May Sài Gòn – Thành viên Hội đồng
- Căn cứ Nghị định số 64/2002/NĐ-CP ngày 19 tháng 06 năm 2002 của Chính phủ, Thông tư số 76/2002/TT-BTC ngày 09 tháng 09 năm 2002 của Bộ Tài chính hướng dẫn những vấn đề về tài chính khi chuyển doanh nghiệp nhà nước thành Công ty Cổ phần và Thông tư số 79/2002/TT-BTC ngày 12/09/2002 hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển doanh nghiệp nhà nước thành Công ty Cổ phần.
 - Căn cứ Quyết định số 558/QĐ-UB-CNN ngày 06 tháng 02 năm 2002 và quyết định số 1938/QĐ-UB-CNN ngày 07 tháng 05 năm 2002 của Ủy Ban

Nhân Dân TP.HCM về việc giao tài sản cố định cho công ty SX-XNK May Sài Gòn để thực hiện cổ phần hóa;

- Căn cứ vào biểu giá của Ủy Ban Nhân Dân Thành Phố Hồ Chí Minh về ban hành bảng giá tối thiểu giá trị nhà xưởng vật kiến trúc tại địa phương;
- Căn cứ báo cáo tài chính, báo cáo kiểm kê thực tế của công ty SX-XNK May Sài Gòn, biên bản kiểm tra Quyết toán thuế của Cục Thuế TP và Biên bản kiểm tra Báo cáo tài chính của chi cục Tài Chính doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.
- Căn cứ hồ sơ xác định giá trị doanh nghiệp do Ban Đổi mới của Công ty SX-XNK May Sài Gòn lập;

Sau khi xem xét biên bản ngày 14/03/2003 của Tổ nghiệp vụ về việc thẩm định giá trị doanh nghiệp của Công ty SX-XNK May Sài Gòn, Hội đồng xử lý những vấn đề tồn tại, kiến nghị của Tổ nghiệp vụ và ý kiến của Doanh nghiệp như sau:

3.1. Ý KIẾN VÀ CÁC VẤN ĐỀ XỬ LÝ

3.1.1. Nhà xưởng:

Đã có quyết định của Ủy Ban Nhân dân Thành Phố chuyển giao cho công ty để cổ phần hóa, theo đánh giá lại tăng: 10.415.170.679 đồng. Trong đó, nhà 107 Trần Hưng Đạo, phường 6, quận 5 tăng so với sổ sách kế toán là 8.038.627.878 đồng, Hội đồng đã nhất trí thông qua số liệu đánh giá của tổ nghiệp vụ.

3.1.2. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn:

Theo đánh giá lại tăng so với sổ sách kế toán 1.216.000.000 đồng. Đây là khoản góp vốn liên doanh 300.000 USD (30%) của công ty SX-XNK May Sài Gòn vào công ty Liên doanh Hongarmex (vốn đầu tư nước ngoài) với tổng số vốn pháp định là 1.000.000 USD

Theo số liệu đã được kiểm toán, vốn pháp định của công ty Liên doanh Hongarmex tại thời điểm 31/12/2001 chỉ còn 894.559 USD. Theo công văn 273/CĐKT ngày 21/05/1998 của Bộ Tài chính (trả lời cho công ty Hongarmex) đã hướng dẫn công ty lập Quỹ dự phòng tài chính (lợi nhuận sau thuế) nhằm đảm bảo khoản góp vốn kinh doanh khi quy đổi theo tỷ giá cuối năm vẫn bằng vốn góp ban đầu bằng Đô la Mỹ. Đồng thời, theo thông tư số 79 ngày 12/09/2002 của Bộ Tài chính hướng dẫn xử lý tài chính đối với tài sản là vốn góp liên doanh với nước ngoài dựa trên cơ sở là “Tỷ giá chuyển đổi giữa đồng ngoại tệ góp vốn với đồng Việt Nam theo tỷ giá giao dịch bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng do ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố tại thời điểm định giá. Do vậy, Hội đồng thống nhất cách xử lý của tổ nghiệp vụ đã quy đổi vốn góp liên doanh ban đầu của công ty SX-XNK May Sài Gòn là 300.000 USD theo tỷ giá Liên ngân hàng tại thời điểm 31/12/2001 là 15.054 đồng/USD. Vốn góp liên doanh được đánh giá lại là 4.516.200.000 đồng. Số vốn góp này sẽ được đánh giá lại theo tỷ giá tại thời điểm chuyển thể từ doanh nghiệp nhà nước sang Công ty Cổ phần. Doanh nghiệp cũng đã nhất trí thông qua.

3.1.3. Nợ phải thu 3.158.188.208 đồng của công ty Bebe (Đài Loan):

Đây là nợ phải thu do gia công áo vận động bầu cử cho công ty Bebe (Đài Loan). Qua xem xét dữ liệu do Công ty cung cấp, Hội đồng nhất trí khoản nợ này

chưa đủ cơ sở pháp lý để giải quyết là nợ khó đòi do tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001 có xác nhận công nợ bình thường và Công ty Bebe chưa được xác nhận đã phá sản hoặc giải thể. Hội đồng thống nhất: Nợ phải thu của Công ty Bebe vẫn được hạch toán như một khách nợ bình thường, công ty SX-XNK May Sài Gòn vẫn có trách nhiệm tiếp tục theo dõi và thu hồi nợ. Nếu trong giai đoạn Quyết toán Doanh nghiệp Nhà nước, công ty SX-XNK May Sài Gòn có được xác nhận về mặt pháp lý khoản nợ khó đòi của Công ty Bebe, sẽ được các cơ quan hữu quan trình Ủy Ban Nhân dân Thành phố xem xét xử lý.

3.1.4. Khoản âm quỹ khen thưởng, phúc lợi: - 4.483.744.488 đồng:

Hội đồng đã nhất trí xử lý giảm vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá trị Doanh nghiệp Cổ phần hóa 31/12/2001 khoản tiền ăn ca ba của công nhân đã nghỉ việc là 684.610.000 đồng.

Khoản âm quỹ khen thưởng, phúc lợi còn lại là – 3.799.134.488 đồng bao gồm các khoản: Phạt do chậm nộp thuế Hải quan (192.102.516 đồng), trả lãi vay vốn lưu động cao hơn ngân hàng quy định (11.966.000 đồng), mua hàng không có hóa đơn Bộ tài chính (189.487.639 đồng), chi phụng dưỡng bà mẹ Việt Nam anh hùng (61.414.454 đồng), chi phúng điếu, cưới hỏi, quà thiếu nhi (170.723.454 đồng), chi Lễ tết cho CBCNV (3.173.439.425 đồng). Hội đồng hướng dẫn công ty bổ sung chứng từ thanh toán và danh sách CBCNV có thể thu hồi nợ và không thể thu hồi nợ để trình Ban Đổi mới quản lý Doanh nghiệp Thành phố xem xét giải quyết.

*3.1.5. Tài sản cố định và tài sản lưu động kém, mất phẩm chất chờ thanh lý:
2.579.417.206 đồng*

Số tài sản này bao gồm máy móc thiết bị, phương tiện vận tải, dụng cụ quản lý, nguyên phụ liệu, thành phẩm, hàng hóa, hàng ký gửi tồn kho đã lâu kém mất phẩm chất. Theo xác nhận của Sở Công nghiệp Thành phố: “Đã kiểm tra thực tế: Về máy móc thiết bị: Đã cũ kỹ lạc hậu, sử dụng không còn hiệu quả. Về thành phẩm, hàng hóa và nguyên phụ liệu; Đã tồn kho qua nhiều năm, hiện nay không còn phù hợp với thị hiếu thị trường”

Hội đồng thống nhất loại trừ không tính vào vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá trị Doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001 là 2.579.417.206 đồng

3.1.6. Về lợi thế kinh doanh: Không có lợi thế kinh doanh

Theo phương pháp xác định giá trị Doanh nghiệp theo giá trị tài sản của công ty SX-XNK May Sài Gòn không có giá trị lợi thế kinh doanh

3.2. BẢNG KÊ TÀI SẢN CỦA CÔNG TY SX-XNK MAY SÀI GÒN

(Tại thời điểm 31/12/2001)

ĐVT: 1.000 đồng

CHỈ TIÊU	Số liệu sổ sách kế toán	Số liệu của Ban đối mới tại Doanh nghiệp	Số liệu của HĐ XĐGTDN	CHÊNH LỆCH
1	2	3	4	5 = 4 - 2
A. TÀI SẢN ĐANG DÙNG	31.029.140	35.181.514	42.671.982	11.642.841

(I+II+III)				
I. TSCĐ và đầu tư dài hạn	20.367.511	27.607.013	31.933.824	11.566.313
1. Tài sản cố định	15.744.867	22.288.854	26.124.980	10.350.113
a) TSCĐ hữu hình	15.744.867	22.288.854	26.124.980	10.350.113
b) TSCĐ vô hình	0	0	0	0
2. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3.300.000	4.025.515	4.516.200	1.216.200
3. Chi phí XDCB dở dang	1.292.643	1.292.643	1.292.643	
4. Các khoản ký cược, ký quỹ dài hạn	0	0	0	0
II. TSLĐ và đầu tư ngắn hạn	10.661.629	7.574.501	10.738.157	76.528
1. Tiền	2.071.899	2.071.899	2.071.899	
+ Tiền mặt tồn quỹ	410.798	410.798	410.798	
+ Tiền gửi ngân hàng	1.661.101	1.661.101	1.661.101	
2. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	
3. Các khoản phải thu	7.268.297	7.268.297	7.268.297	
4. Vật tư hàng hóa tồn kho	1.214.828	1.214.828	1.214.828	
5. Tài sản lưu động khác	106.603	177.663	183.131	76.528
III. Giá trị lợi thế kinh doanh	0	0	0	0

của doanh nghiệp (nếu có)				
* Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp I+II+III	31.029140	35.181.514	42.671.982	11.642.841
IV. Các khoản giảm trừ (1+2+3)	12.279.462	16.763.206	12.964.072	684.610
1/ Nợ thực tế phải trả	16.432.652	16.432.652	16.432.652	
2/ Quỹ khen thưởng phúc lợi bằng tiền	(4.483.744)	0	(3.799.134)	684.610
3/ Các khoản giảm trừ khác	330.547	330.547	330.547	
a. Dự phòng giảm giá hàng tồn kho chưa hoàn nhập	311.547	311.547	311.547	0
b. Nguồn kinh phí sự nghiệp	19.000	19.000	19.000	
* Tổng giá trị phần vốn nhà nước tại DN	18.749.678	18.418.308	29.707.910	10.958.231
(Tổng giá trị thực tế DN (-) các khoản giảm trừ)				
B. TSCĐ KHÔNG CẦN DÙNG (I+II)	0	3.158.188	0	
(Chỉ ghi theo giá trị còn lại theo sổ sách)				

I. TSCĐ và đầu tư dài hạn				
II. TSLĐ và đầu tư ngắn hạn	0	3.158.188	0	
1. Công nợ không có khả năng thu hồi	0	3.158.188		0
C. TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	2.579.417	2.579.417	2.579.417	
I. Tài sản cố định	538.717	538.717	538.717	
1. Máy móc thiết bị	482.025	482.025	482.025	
2. Phương tiện vận tải	0	0	0	
3. Dụng cụ quản lý hành chính	56.691	56.691	56.691	
II. Tài sản lưu động (Hàng kém, mát phẩm chất)	2.040.700	2.040.700	2.040.700	
1. Nguyên vật liệu	289.407	289.407	289.407	
2. Thành phẩm	1.018.742	1.018.742	1.018.742	
3. Hàng hóa	125.294	125.294	125.294	
4. Hàng ký gửi	607.256	607.256	607.256	
D. TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ PHÚC LỢI, KHEN THƯỞNG	0	0	0	

Ghi chú:

3.2.1. Tài sản thanh lý không còn giá trị còn lại:

Phương tiện vận tải: 03 xe, đã hết giá trị ghi trên sổ sách kế toán:

– Xe tải 7 tấn ISUZU 50N-1418:

Nguyên giá trên sổ sách kế toán: 50.000.000 đồng

Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán: đã khấu hao hết.

– Xe vận tải HINO:

Nguyên giá trên sổ sách kế toán: 29.000.000 đồng

Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán: đã khấu hao hết.

– Xe tải CANTER 50N-2734

Nguyên giá trên sổ sách kế toán: 29.227.000 đồng

Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán: đã khấu hao hết.

3.2.2. Xử lý quỹ khen thưởng phúc lợi âm:

Không tính vào giá trị vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá trị Doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001 khoản âm quỹ khen thưởng phúc lợi là: 684.610.000 đồng do số công nhân này đã nghỉ việc.

3.3. NGUYÊN NHÂN TĂNG GIẢM:

Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001 theo sổ sách kế toán là 31.029.140.760 đ.

Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001 theo đánh giá của Hội đồng: 42.671.982.213 đ.

Chênh lệch tăng do đánh giá lại: 11.642.841.453 đ.

Trong đó:

- Tài sản cố định hữu hình tăng: 10.350.113.453 đồng.
- Các khoản đầu tư tài chính (góp vốn liên doanh) tăng: 1.216.200.000 đồng.
- Tài sản lưu động (vật rẻ tiền mau hỏng) tăng: 76.528.000 đồng.

Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001 theo sổ sách kế toán là 18.749.678.629 đ.

Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001 theo Hội đồng là 29.707.910.082 đồng.

Chênh lệch tăng: 10.958.231.453 đồng

(Đã loại trừ không tính khoản âm quỹ khen thưởng, phúc lợi 684.610.000 đồng vào phần vốn Nhà nước tại thời điểm cổ phần hóa: 31/12/2001)

3.4. KẾT LUẬN:

3.4.1. Tổng giá trị thực tế của Doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị Doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001: 42.671.982.213 đồng.

Trong đó: Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá trị Doanh nghiệp cổ phần hóa 31/12/2001: 29.707.910.082

3.4.2. Đối với khoản tài sản kém, mất phẩm chất chờ thanh lý không tính vào giá trị doanh nghiệp là: 2.579.417.206 đồng.

Bao gồm:

- Máy móc thiết bị: Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán là: 482.025.501 đồng.
- Dụng cụ quản lý hành chính: Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán là: 56.691.586 đồng.
- Nguyên vật liệu: Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán là: 289.407.341 đồng.
- Thành phẩm tồn kho: Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán là: 1.018.742.137 đồng.
- Hàng hóa tồn kho: Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán là: 125.294.201 đồng.
- Hàng ký gửi tồn kho: Giá trị còn lại trên sổ sách kế toán là: 607.256.440 đồng.

Công ty SX-XNK May Sài Gòn có trách nhiệm quản lý, khẩn trương tổ chức thanh lý, nhượng bán số tài sản kém, mất phẩm chất trên để nhanh chóng thu hồi vốn trong giai đoạn Doanh nghiệp Nhà nước theo cơ chế hiện hành. Số tiền thu về nhượng bán, thanh lý (sau khi trừ chi phí thanh lý, nhượng bán) công ty phải nộp vào Ngân sách theo quy định.

3.5. NHẬN XÉT VÀ KIẾN NGHỊ:

3.5.1. Nợ phải thu Công ty Bebe (Đài Loan) đến 31/12/2001 là 3.158.188.208 đồng.

Hội đồng thống nhất vẫn là nợ bình thường, Công ty SX-XNK May Sài Gòn có trách nhiệm tiếp tục theo dõi và thu hồi nợ, khi có đủ cơ sở về mặt pháp lý là nợ khó đòi sẽ được xử lý theo quy định hiện hành.

3.5.2. Khoản âm quỹ khen thưởng phúc lợi sau khi xử lý giảm vốn nhà nước 684.610.000 đồng.

Số tiền âm quỹ khen thưởng phúc lợi còn lại là: -3.799.134.488 đồng, bao gồm:

- Phạt do chậm nộp thuế Hải quan: 192.102.516 đồng.
- Trả lãi vay vốn lưu động cao hơn Ngân hàng quy định: 11.966.000 đồng.
- Mua hàng không có hóa đơn Bộ Tài chính: 189.487.639 đồng
- Chi phụng dưỡng bà mẹ Việt Nam anh hùng: 61.414.454 đồng.
- Chi phúng điếu, cưới hỏi, quà thiếu nhi: 170.723.454 đồng.
- Chi lễ tết cho CBCNV: 3.173.439.425 đồng.

Hội đồng đã hướng dẫn công ty bổ sung chứng từ thanh toán và danh sách số CNV có khả năng thu hồi và không có khả năng thu hồi số âm quỹ trên. Kính đề nghị ban Quản lý Đổi mới Doanh nghiệp thành phố xem xét xử lý.

Ý kiến ban Đổi mới Công ty SX-XNK May Sài Gòn: xin được loại trừ không tính vào giá trị thực tế phần vốn Nhà nước khoản âm quỹ khen thưởng phúc lợi còn lại 3,7 tỷ đồng và khoản nợ phải thu Công ty Bebe 3,1 tỷ đồng do: Khoản âm quỹ khen thưởng phúc lợi công ty không có khả năng thu hồi vì số lao động thụ hưởng đã nghỉ việc quá nhiều, số lao động còn lại tỷ lệ không đáng kể. Riêng nợ phải thu Bebe hiện nay Công ty chưa có khả năng thu hồi được. Theo công văn số 160 ngày 10/09/2002 của Văn phòng Kinh tế- Văn hóa Việt Nam tại Đài Bắc đã xác nhận: “ Công ty Bebe nay không còn hoạt động tại địa chỉ 1F, No.7 Alley 2, Jane 123, Sec 5 Nanking E.rd Taipei Taiwan nữa; không nắm rõ được tình hình hoạt

động và khả năng thanh toán của công ty này được”. Hiện nay Công ty vẫn tiếp tục tìm cách để liên lạc, khi thu hồi được sẽ nộp hết vào ngân sách Nhà nước

Biên bản này được lập thành 13 bản gửi BCĐĐMPTDNTW: 1 bản; Bộ Tài chính: 1 bản; chi cục Tài chính 2 bản; Doanh nghiệp 02 bản và mỗi thành viên Hội đồng: 1 bản.

Thành viên Sở Địa chính Nhà đất: Đỗ phi Hùng (Đã ký).

Thành viên Ban Đổi mới Quản lý Doanh nghiệp thành phố: Trương minh Tâm (Đã ký)

Thành viên Ban đổi mới Công ty SX-XNK May Sài Gòn: Lê quang Hùng (Đã ký)

Chủ tịch Hội đồng: Đinh công Vinh (Đã ký)

Thành viên Chi cục Tài chính Doanh nghiệp: Hoàng thị Vui (Đã ký)

Thành viên Sở Công nghiệp Thành phố: Quách Tố Dung (Đã ký)