

# Một số vấn đề đáng quan tâm trong quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước

II KHƯƠNG TIẾN HÙNG (Kiểm toán Nhà nước)

**N**hững vấn đề đặt ra trong quá trình CPH hiện nay

Như ta đã biết, mục tiêu của cổ phần hóa (CPH) là tạo ra loại hình doanh nghiệp (DN) đa sở hữu, sử dụng hiệu quả vốn, tài sản nhà nước, tạo động lực và cơ chế quản lý mới cho DN, đảm bảo hài hòa lợi ích của Nhà nước - DN - nhà đầu tư - người lao động. Đây là mục tiêu xuyên suốt trong các Nghị định của Chính phủ ban hành từ năm 1992 tới nay. Trong các mục tiêu của CPH không hề đề cập tới mục tiêu tăng thu cho Nhà nước. Thậm chí số tiền thu được từ CPH còn được Nhà nước sử dụng để giải quyết lao động dôi dư, tái đầu tư vào những DNNN khác. Với góc độ Kiểm toán Nhà nước (KTNN) nhìn nhận về CPH cho thấy mục tiêu bảo vệ phần vốn

cho Nhà nước trong quá trình CPH cũng rất quan trọng. Cụ thể là:

» Thời điểm bán cổ phần:

Trong tiến trình đổi mới thể chế kinh tế ở nước ta, CPH DNNN là một nhân tố quyết định sự hình thành và phát triển thị trường chứng khoán (TTCK), mặt khác sự phát triển TTCK cũng tác động mạnh mẽ đến tiến độ, chất lượng và hiệu quả CPH DNNN. Giá của cổ phiếu là do cung cầu thị trường tạo ra. Do vậy, chọn thời điểm bán cổ phần là rất quan trọng, ảnh hưởng rất lớn tới tiền thu về khi CPH. Qua thực tế cho thấy, việc chọn thời điểm phát hành cổ phiếu chưa được coi trọng và chưa được tính toán kỹ lưỡng. Từ giữa năm đến cuối năm 2006, khi TTCK đang tăng trưởng nóng, tại các cuộc phát hành (đấu giá) cổ phiếu, giá thực tế mua bán đều vượt xa mệnh giá và giá

khởi điểm, không có DN lớn phát hành cổ phiếu, nhằm vừa thu thặng dư tối đa từ CPH vừa hạ nhiệt thị trường. Nhưng đến thời điểm giữa năm 2007, khi TTCK suy giảm, việc bán cổ phần rất khó khăn và giá cổ phiếu rất thấp thì rất nhiều doanh nghiệp có vốn rất lớn tiến hành bán cổ phần, như Đạm Phú Mỹ, Bảo Việt,...

## » Định giá giá trị doanh nghiệp:

Theo quy định, DN được quyền chọn một trong 2 cách xác định giá trị là phương pháp định giá theo tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu. Thực tế, hầu hết các DN chọn phương pháp tài sản. Điều này cũng tạo ra một kẽ hở lớn làm thất thoát tài sản Nhà nước. Bởi vì:

**Thứ nhất**, nếu áp dụng theo phương pháp tài sản thì theo quy định một số tài sản sẽ được loại trừ không tính vào giá trị doanh nghiệp như tài sản thuê, kể cả thuê của Nhà nước như đất đai, văn phòng...; tài sản không cần dùng, chờ thanh lý...Nhu vậy, rất nhiều tài sản lớn mà DN đang sử dụng, đặc biệt là giá trị quyền sử dụng đất đã không được tính đến

muốn tính giá trị quyền sử dụng đất sát với giá thị trường phải thuê các Trung tâm tư vấn thẩm định giá để xác định giá, việc thẩm định giá mất nhiều thời gian và thường giá đất được định rất cao, do đó các DN vẫn thường chọn hình thức thuê đất.

Để sử dụng đất vừa có hiệu quả, vừa xác định đầy đủ giá trị của nguồn lực đất đai mang đến cho DN thì Nhà nước cần phải điều chỉnh giá thuê đất sát mặt bằng giá thị trường, thì khả năng thu hồi các mặt bằng diện tích do các DN sử dụng không hiệu quả cũng là việc làm được theo tinh thần Nghị quyết số 26, trong khi chờ nghiên cứu hoàn thiện đầy đủ để tính giá đất vào giá trị DN CPH.

**Thứ hai**, có những loại tài sản chuyên biệt chỉ có thể áp dụng dòng tiền chiết khấu mới có thể chính xác được thì lại áp dụng phương pháp tài sản. Chẳng hạn, như định giá các Nhà máy thủy điện có thể dùng phương pháp dòng tiền chiết khấu lấy sản lượng điện nhân với giá điện mới có thể thấy giá trị của các Nhà máy thủy điện lớn như thế nào.

**Kể cả trước đây có quy định sau ba năm mới được chuyển nhượng nhưng thực tế người lao động vẫn bán khi chưa đến ba năm và do không được chuyển nhượng công khai nên không thể bán với đúng giá mà phải bán giá rẻ.**

khi xác định giá trị DN. Điều này được nói đến nhiều ở việc CPH Công ty Intimex (thuộc Bộ Thương mại). Mặc dù đang quản lý, sử dụng trên 1,2 triệu m<sup>2</sup>, trong đó có hàng ngàn m<sup>2</sup> tại khu Hồ Hoàn Kiếm (Hà Nội) nhưng vì là đất thuê nên định giá bằng 0. Hay việc định giá Công ty Bánh Tôm Hồ Tây, với vị trí sát Hồ Trúc Bạch, nếu mua đất để sử dụng cũng phải trên hàng chục tỷ nhưng khi xác định giá trị DN chỉ hơn 850 triệu đồng. Theo phương pháp tài sản này cũng đã có một số DN lợi dụng, đưa một số tài sản đang hoạt động sang loại chờ thanh lý để không đưa vào giá trị doanh nghiệp. Việc thí điểm đưa một phần giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị tài sản DN theo Nghị quyết số 26 - NQ/TW ngày 23/3/2003 của Hội nghị lần 7 Ban chấp hành Trung ương Đảng khóa IX, là chủ trương đúng đắn, bởi khi đưa giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị DN buộc DN phải cân nhắc việc sử dụng hợp lý mặt bằng, nếu chiếm nhiều đất đai thì giá trị DN sẽ tăng quá mức. Tuy nhiên,

Vấn đề xác định chất lượng còn lại của tài sản chưa được chính xác làm giá trị doanh nghiệp thấp hơn nhiều so với giá trị thực tế tài sản đang phát huy tác dụng trong SXKD của DN, làm Nhà nước thất thoát tài sản rất lớn khi CPH. Hiện nay, các thông tư, nghị định và các văn bản về CPH chỉ nêu các nguyên tắc chung về xác định giá trị DN, về lựa chọn tổ chức định giá DN, về điều chỉnh giá trị DN CPH...chỉ tiết hơn cũng chỉ quy định chung nhất là chất lượng còn lại của tài sản được xác định bằng tỷ lệ phần trăm so với chất lượng còn lại của tài sản cùng loại mua sắm mới hoặc đầu tư xây dựng mới...trường hợp chưa có quy định của Nhà nước thì chất lượng của tài sản được đánh giá không thấp hơn 20%. Điều đó dẫn đến nhiều loại tài sản cố định (TSCĐ) như: biến áp, đường dây truyền tải điện, phương tiện vận tải, máy móc thiết bị khai thác, thiết bị điện tử...được đánh giá chất lượng chỉ còn khoảng 20%-30% so với loại mới, đảm bảo mức tối thiểu mà Bộ Tài



chính cho phép nhưng thực tế đúng trên phương diện quản lý kỹ thuật vận hành và an toàn lao động sẽ là vô lý nếu những TSCĐ này vẫn được vận hành bình thường. Như vậy, trong hồ sơ xác định giá trị DN cổ phần hoá của nhiều DN được duyệt đã có sự chênh lệch khá lớn giữa đánh giá tỷ lệ phần trăm chất lượng kỹ thuật còn lại với giá trị thực (còn tốt) của tài sản, với những giá trị tài sản lớn thì mỗi phần trăm chất lượng giảm đi sẽ là một số tuyệt đối rất lớn mà tài sản của Nhà nước mất đi.

Để khắc phục tình trạng trên, Nhà nước cần có quy định hướng dẫn đầy đủ cụ thể về việc tính giá trị sử dụng thực tế còn lại của TSCĐ để áp dụng thống nhất trong cả nước. Có quy định cụ thể về sự hao mòn vô hình của tài sản và hướng dẫn cụ thể việc đánh giá chất lượng TSCĐ trong trường hợp có sửa chữa lớn khôi phục trạng thái hoạt động ban đầu của TSCĐ không tăng nguyên giá TSCĐ nhưng lại kéo dài tuổi thọ của TSCĐ.

Thương hiệu, thị phần, năng lực quản lý chưa đưa đầy đủ vào giá trị DN khi CPH. Do là tài sản vô hình nên rất khó khăn khi đánh giá, nhiều DN xác định tài sản này theo chủ quan và không đúng giá trị thực tế của tài sản mang lại trong quá trình SXKD. Hiện nay, phổ biến tình trạng định giá tài sản chứ không định giá doanh nghiệp. Trên thế giới và các Công ty tư nhân ở Việt Nam không thực hiện đánh giá lại giá trị tài sản mà chỉ đánh giá giá trị thị trường của DN.

» **Bất cân xứng về thông tin:**

Như phần trên đã nêu, việc định giá doanh nghiệp không chính xác là một trong những nguyên nhân làm thất thoát tiền, tài sản nhà nước trong quá trình CPH DNNN. Tuy nhiên, nếu thực hiện tốt khâu bán cổ phiếu lần đầu ra bên ngoài thì có thể hạn chế được phần nào thất thoát trong khâu định giá, vì khâu bán đấu giá cổ phiếu ra bên ngoài cũng là một khâu công chúng đánh giá lại giá trị của DN qua quá trình bỏ giá mua cổ phần và được thể hiện qua giá cổ phiếu tại thời điểm. Nhưng để công chúng đánh giá đúng giá trị thực của DN thì nguồn thông tin về DN phải được cung cấp một cách đầy đủ. Hiện nay, các thông tin về doanh nghiệp cung cấp không được đầy đủ, thiếu trung thực; Một bên, chủ yếu gồm Ban giám đốc DN không chế hoàn toàn thông tin về DN CPH; một bên là các nhà đầu tư bên ngoài lại có quá ít thông tin, không đủ căn cứ để đánh giá giá trị thực của DN. Nhiều DN có hiện tượng che giấu thông tin, đăng báo ở những tờ báo rất ít người đọc;



**Một biện pháp nữa để loại bỏ “quản xanh, quản đỏ” đó là nâng cao mức tiền đặt cọc. Hiện nay, mức là 10% giá khởi điểm, có thể quy định tăng lên 20% giá khởi điểm.**

thời gian đăng ký ngắn và tạo ra sự cố bất thường như: mất điện, máy đếm tiền hỏng... để ngăn cản nhà đầu tư đăng ký đấu giá. Nhiều bản cáo bạch được làm rất sơ sài, thông tin vừa nghèo nàn vừa không chính xác. Thậm chí, có DN thoái thác việc cung cấp bản cáo bạch cho nhà đầu tư với lý do “đã hết”. Điển hình cho tình trạng bất cân xứng thông tin là thông tin được thuê đất 50 năm của Công ty Intimex, người đầu tư chỉ được biết khi vừa đấu giá xong. Sự thiếu minh bạch đã tạo điều kiện cho một số người lũng đoạn cuộc đấu giá, làm cho việc định giá không còn chính xác.

Để khắc phục tình trạng này cần phải có chế tài trong việc cung cấp thông tin trong bản cáo bạch, đặc biệt phải có thông tin chi tiết về đất đai, về giá trị thương hiệu, thị phần, năng lực quản lý... để nhà đầu tư có đủ thông tin trong việc đánh giá tương đối chính xác giá trị của DN.

» **Chính sách ưu đãi cho người lao động chưa hiệu quả:**

Theo quy định người lao động được mua cổ phiếu ưu đãi với giá giảm 40% so với giá trúng thầu bình quân. Mục tiêu của chính sách này để CPH không trở thành “tư nhân hoá” và người lao động gắn bó lâu dài với DN. Tuy nhiên, thực tế mục tiêu này không đạt được như mong muốn. Bởi vì:

- Với quy định cán bộ, công nhân viên chỉ được mua cổ phần ưu đãi gắn với năm công



tác, người lao động được mua tối đa 100 cổ phiếu cho một năm công tác, tỷ lệ cổ phiếu người lao động được mua ưu đãi quá ít. Chính điều này đã khuyến khích ra tình trạng mua đứt DN, biến DN thành tài sản của một nhóm cá nhân hay tổ chức. Đây thực chất là tư nhân hoá.

- Thực tế người lao động ở Việt Nam hiện nay, thu nhập và sống chủ yếu bằng tiền lương, tiền công, không sống bằng cổ tức. Vì vậy, muốn cải thiện đời sống cán bộ, công nhân viên không phải bằng cách bán ưu đãi cho một số cổ phiếu mà phải cải cách DN. DN phát triển tốt sẽ trả lương cao cho cán bộ, công nhân viên.

- Hiện tượng người lao động bán cổ phiếu ưu đãi của mình khá phổ biến. Được mua cổ phiếu ưu đãi nhưng phải chờ hàng năm để nhận cổ tức là điều không tương đối với những người lao động có nhiều khó khăn trong cuộc sống. Vì vậy, họ bán “lúa non” cũng là điều dễ hiểu, đương nhiên sẽ có một số người lợi dụng hoàn cảnh khó khăn của cán bộ, công nhân viên và dựa vào lợi thế thông tin đặc quyền để mua lại số cổ phiếu của họ với giá hời. Kể cả trước đây có quy định sau 5 năm mới được chuyển nhượng nhưng thực tế người lao động vẫn bán khi chưa đến 5 năm và do không được chuyển nhượng công khai nên không thể bán với đúng giá mà phải bán giá rẻ.

Để khắc phục tình trạng bán “lúa non” nên chăng, tất cả cổ phiếu của DN đều cho đấu giá công khai, Lãi hoặc chênh lệch giá thu được qua đấu giá để lại một tỷ lệ nhất định khoảng 20%-30% chia cho cán bộ, công nhân viên theo những tiêu chí nhất định, nếu muốn nắm giữ cổ phiếu thì họ cũng phải đấu giá công khai như những nhà đầu tư khác.

- Một số cán bộ, công nhân viên dù được mua ưu đãi và cũng rất muốn gắn bó lâu dài với DN nhưng không thể, vì sự “làm giá” của một số người tham gia đấu giá. Rất nhiều Công ty tiến hành IPO giá bán đã được đưa ra cao ngất ngưỡng so với mức giá khởi điểm, như Nhiệt điện Phả Lại được đấu với mức giá cao nhất 56 triệu đồng/1CP; Thủy điện Thác Mơ có giá mua cao nhất 56 triệu/CP; Nhiệt điện Bà Rịa giá 40 trđ/CP; Cadivi có giá 44,6 triệu/CP; Khu CN Hiệp Phước có giá 20,1 triệu/CP; KIDO là 80 triệu/CP...Nhưng mức giá này sẽ không được thực hiện mà mục đích là đẩy giá trúng thầu bình quân lên cao để trực lợi cho một số cá nhân. Vì rằng giá cán bộ, công nhân viên mua bằng 40% giá đấu bình quân nên giá ưu đãi của cán bộ, công



nhân viên cũng bị đẩy lên rất cao, không đúng với giá trị thực của CP. Với mức giá cao như vậy tất yếu người lao động tìm cách bán quyền mua. Điều này cũng xảy ra đối với các cổ đông chiến lược mua với giá thấp hơn 20% so với giá trung bình của phiên đấu giá.

Để tránh tình trạng này cần phải loại bỏ những lệnh có mức giá cao không tương đương cách đưa ra ràng buộc trong “mức trần” của giá CP trong đợt đấu giá, chẳng hạn có thể đưa ra mức trần không vượt quá 10 lần giá khởi điểm. Điều này không những loại bỏ những nhà đầu cơ làm giá CP mà còn giúp cho việc định giá DN được chủ trọng hơn và làm cho DN quan tâm nhiều đến việc định giá DN để đưa ra mức giá khởi điểm, đồng thời nhà đầu tư cũng phải nghiên cứu kỹ hồ sơ công ty để đưa ra mức giá hợp lý.





lược, trong khi chờ thay thế ND187/2004/ND-CP ngày 16/11/2004.

**Những vấn đề đáng quan tâm trong quá trình kiểm toán của KTNN**

» Vấn đề định giá DNNN trước khi CPH  
 Qua kiểm toán một số đơn vị CPH cho thấy nổi lên là vấn đề định giá DN chưa được chính xác. Theo quy định thì việc xác định giá trị DN thông qua một số tổ chức có chức năng định giá như các công ty kiểm toán độc lập, các công ty chứng khoán, tổ chức thẩm định giá...và các căn cứ để xác định giá trị DN là: Số liệu theo sổ kế toán của DN; tài liệu kiểm kê, phân loại, đánh giá chất lượng của tài sản và giá thị trường của tài sản tại thời điểm CPH. Do đó khi KTNN thực hiện kiểm toán tại một công ty cổ phần nào đó, nếu có những vấn đề chưa được chuẩn trong quá trình định giá DN thì cũng chỉ đưa ra nhận xét, kiến nghị chứ không có chức năng định giá lại giá trị DN và cũng không thể đưa ra những điều chỉnh số liệu liên quan đến giá trị của DN.

» Thời điểm điều chỉnh giá trị DN  
 Một vấn đề nữa thường gặp khi thực hiện kiểm toán các công ty cổ phần đó là việc điều chỉnh số liệu. Theo quy định về CPH có hướng dẫn điều chỉnh giá trị DN từ thời điểm xác định giá trị DN đến thời điểm cấp giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh của công ty CP, thực tế thời điểm kiểm toán thường là kiểm sau khi chuyển thành công ty CP, khi đó Công ty đã tổ chức bán CP ra ngoài nên khó có thể điều chỉnh lại giá trị DN, hơn nữa việc định giá DN căn cứ vào giá thị trường do vậy khi phát sinh chênh lệch ở sổ sách sẽ không còn ý nghĩa nữa vì khi xác định giá trị DN các tổ chức định giá không chỉ căn cứ vào sổ sách kế toán của DN.

Để khắc phục tình trạng trên cần có quy định thêm chức năng định giá giá trị DN cho KTNN khi cần thiết, phối hợp với các tổ chức định giá để có thể thuê các tổ chức định giá lại cho chính xác và phải có chế tài xử lý các tổ chức định giá sai và các tổ chức định giá phải bồi thường khi có tổn thất khi sử dụng kết quả định giá. **CT**

Một biện pháp nữa để loại bỏ “quản xanh, quản đỏ” đó là nâng cao mức tiền phạt cọc. Hiện nay, mức là 10% giá khởi điểm, có thể quy định tăng lên 20% giá khởi điểm.

» Xác định cổ đông chiến lược cũng là vấn đề cần phải suy nghĩ.

Theo quy định thì cổ đông chiến lược phải gắn bó với DN lâu dài như các nhà đầu tư có trình độ quản lý, có công nghệ, có khả năng cung ứng đầu vào hay có khả năng tìm kiếm thị trường cho DN...Tuy nhiên, trên thực tế việc xác định cổ đông chiến lược chịu sự chi phối, ảnh hưởng của ý chủ quan hay cơ chế “xin-cho”...dẫn đến nhiều tiêu cực trong việc ưu đãi. Chính vì vậy, mới đây Thủ tướng Chính phủ đã chỉ đạo dừng ngay việc giám giá bán cổ phần khi xây dựng và thực hiện phương án CPH DNNN cho nhà đầu tư chiến

**Tài liệu tham khảo:**

- Nghị định số 187 ngày 16/11/2004 và Thông tư hướng dẫn thực hiện Nghị định 187
- Các bài viết về CPH trên các báo: Kinh tế đô thị, VnEconomy, Nhân dân, Thời báo KT Sài Gòn, TNCK, Lao động, Đầu tư CK, TT, TBKTVN.