

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu khoa học độc lập của tôi. Các số liệu trong luận án là trung thực và có nguồn gốc cụ thể, rõ ràng. Các kết quả của luận án chưa từng được công bố trong bất cứ công trình khoa học nào.

Người cam đoan

Trần Văn Dũng

II

MỤC LỤC

	Trang
Lời cam đoan	I
Mục lục	II
Danh mục các ký hiệu	III
Danh mục các chữ cái viết tắt	IV
Danh mục các bảng biểu	V
Danh mục các biểu đồ	VI
Danh mục các phụ lục	VII
Lời mở đầu	1
Chương 1 - Lý luận cơ bản về công tác định giá doanh nghiệp	5
1.1. Sự cần thiết của công tác định giá doanh nghiệp	5
1.2. Nội dung công tác định giá doanh nghiệp	13
1.3. Các nhân tố ảnh hưởng tới công tác định giá doanh nghiệp	50
1.4. Một số kinh nghiệm quốc tế liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp	61
Kết luận Chương 1	73
Chương 2 - Thực trạng công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay	75
2.1. Doanh nghiệp Nhà nước và Cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước với công tác định giá doanh nghiệp	75
2.2. Thực trạng công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH DNNN ở Việt Nam hiện nay	86
Kết luận Chương 2	130
Chương 3 - Giải pháp hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam trong thời gian tới	132
3.1. Các quan điểm hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam	132
3.2. Một số giải pháp hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam	134
3.3. Các điều kiện để thực hiện thành công các giải pháp	170
Kết luận Chương 3	180
Kết luận chung	183
Những công trình của tác giả có liên quan đến Luận án đã công bố	VIII
Tài liệu tham khảo	IX
Phụ lục	XIII

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU

ANC	Giá trị tài sản thuần được đánh giá lại
A_i	Giá thị trường của tài sản i tại thời điểm định giá
A_t	Giá trị tài sản năm t mà doanh nghiệp đưa vào SXKD
CF_t	Dòng tiền thuần năm t
C_i	Chi phí đầu tư mua sắm tài sản cố định thay thế thứ i
C_k	Các chi phí khác để lập ra DN
C_{tc}	Chi phí thay thế tài sản cố định
C_{tl}	Chi phí thay thế tài sản lưu động
D	Cổ tức trung bình một năm
D_t	Cổ tức năm t
D_{pt}	Các khoản nợ phải trả
ESP	Thu nhập dự kiến của mỗi cổ phần cho mỗi cổ phiếu đang lưu hành
H_i	Tỷ lệ hao mòn của tài sản cố định thứ i
i	Tỷ suất chiết khấu hoặc hiện tại hóa
n	Năm thứ n
NAV	Tổng giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp tính theo giá thị trường tại thời điểm định giá.
F_t	Khoản thu nhập năm t
$f(i,n)$	Thừa số chiết khấu theo lãi suất i trong năm n
P_g	Lợi nhuận có thể đạt được
P_n	Mệnh giá trái phiếu phải trả vào năm thứ n .
Pr	Lợi nhuận thuần
Pr_t	Lợi nhuận thuần năm thứ t
P_s	Giá mua bán cổ phần trên thị trường
P_t	Lợi nhuận năm t của doanh nghiệp ($t = \overline{1, n}$)
PV	Giá trị hiện tại
PV_0	Giá trị hiện tại của chứng khoán
P/E	Hệ số giá thị trường trên thu nhập
r	Tỷ suất lợi nhuận trung bình của tài sản đưa vào SXKD
R	Tỷ lệ sinh lời tối thiểu
R_f	Lãi suất phi rủi ro
R_p	Mức bù rủi ro của cổ phần
R_t	Lợi tức trái phiếu năm t
SP_t	Siêu lợi nhuận năm t
t	Thứ tự năm
V	Giá trị doanh nghiệp
V_0	Giá trị doanh nghiệp thời điểm hiện tại
V_H	Giá trị tài sản thuần
V_n	Giá trị doanh nghiệp năm thứ n
β	Hệ số rủi ro

DANH MỤC CHỮ CÁI VIẾT TẮT

BH_ABC	Tập đoàn bảo hiểm ABC
BCTC	Báo cáo tài chính
CF	Dòng tiền
CPH	Cổ phần hóa
DCF	Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flow)
DDM	Phương pháp Chiết khấu dòng cổ tức (Divident Discount Model)
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
DNNQD	Doanh nghiệp ngoài quốc doanh
PTFinance	Công ty Tài chính Bưu điện - VNPT
GTDN	Giá trị doanh nghiệp
GW	Lợi thế kinh doanh
IFC	Công ty Kiểm toán IFC
PER	Tỷ số giá lợi nhuận
PV	So sánh (Peer Valuation)
SXKD	Sản xuất kinh doanh
TSCĐ	Tài sản cố định
TSLĐ	Tài sản lưu động
TSHH	Tài sản hữu hình
TSVH	Tài sản vô hình
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTTTĐG	Trung tâm thẩm định giá – Bộ Tài chính
VACO	Công ty Kiểm toán VACO
VAE	Công ty Kiểm toán VAE
VCBS	Công ty chứng khoán Vietcombank
Vietvalue	Công ty định giá Vietvalue
TBH_123	Công ty Tái Bảo hiểm 123
VLD	Vốn lưu động
XDCB	Xây dựng cơ bản

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU

- Bảng 1.1: Xác định giá trị hiện tại các dòng tiền của doanh nghiệp A
- Bảng 1.2: Ảnh hưởng của phương pháp khấu hao đến lợi nhuận kế toán
- Bảng 1.3: Định giá Doanh nghiệp A bằng cách so sánh với 3 doanh nghiệp X, Y, Z
- Bảng 1.4: Ước tính giá trị doanh nghiệp A
- Bảng 1.5: Lợi nhuận thuần của doanh nghiệp A trong 3 năm
- Bảng 1.6: Bảng cân đối kế toán rút gọn của ngân hàng
- Bảng 1.7: Hệ số giá của Compaq và các doanh nghiệp có thể so sánh
- Bảng 1.8: Lợi thế kinh doanh trong giá trị doanh nghiệp
- Bảng 2.1: Số lượng DNNN đã thực hiện công tác định giá doanh nghiệp để cổ phần hóa qua các giai đoạn
- Bảng 2.2: Thực trạng và kết quả định giá giai đoạn trước 2002
- Bảng 2.3: So sánh giá cổ phiếu doanh nghiệp giai đoạn trước 2002
- Bảng 2.4: Thực trạng và kết quả định giá giai đoạn 2002-2004
- Bảng 2.5: So sánh giá cổ phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2002 - 2004
- Bảng 2.6: Thực trạng và kết quả định giá giai đoạn từ 2005
- Bảng 2.7: Thực trạng và kết quả định giá Tổng công ty giai đoạn từ 2005
- Bảng 2.8: Bảng tổng hợp kết quả định giá BH_ABC theo từng tình huống tại thời điểm 31/12/2005
- Bảng 2.9: Kết quả định giá doanh nghiệp BH_ABC theo phương pháp DCF
- Bảng 2.10: Các chỉ tiêu về doanh thu và lợi nhuận 4 năm trước CPH - BH_ABC Việt Nam
- Bảng 2.11: Các chỉ tiêu về doanh thu và lợi nhuận 4 năm trước CPH - BH_ABC Nhân Thọ
- Bảng 2.12: So sánh giá cổ phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2005 - Nay
- Bảng 3.1: Cơ sở dữ liệu về phân bù rủi ro quốc gia
- Bảng 3.2: Định giá doanh nghiệp theo phương pháp kết hợp

DANH MỤC CÁC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 1.1: Dòng tiền thuần được xác định cho phương pháp Dòng tiền vốn chủ (FCFE)

Biểu đồ 1.2: Thu nhập để tính dòng tiền thuần cho 2 mô hình

Biểu đồ 2.1: Chỉ số P/B của ngành bảo hiểm toàn cầu

Biểu đồ 2.2: Chỉ số P/E của ngành bảo hiểm toàn cầu

Nguồn: Theo dự báo của Credit Suisse Nhật báo Asian, tháng 3/2006

DANH MỤC CÁC PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty PCC123 tại 31/12/2001

Phụ lục 2: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản và DCF
của TBH_123 tại 31/12/2003

Phụ lục 3: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty Gas PPP tại 31/3/2004

Phụ lục 4: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty Bia QN tại 30/6/2006

Phụ lục 5: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty Xi măng KK tại 31/3/2005

Phụ lục 6: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty Xây dựng HH tại 30/6/2005

Phụ lục 7: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty Thiết bị Điện AAA tại 1/1/2005

Phụ lục 8: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty Xi măng BS tại 01/01/2005

Phụ lục 9: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty Bia BBB tại 1/1/2005

Phụ lục 10: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Công ty Vận tải Xăng dầu XYZ tại 1/1/2005

Phụ lục 11: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
Tổng Công ty Điện tử và Tin học XYZ tại 1/1/2005

Phụ lục 12: Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản
BH_ABC tại 31/12/2005

LỜI MỞ ĐẦU

Công tác định giá doanh nghiệp đóng một vai trò rất quan trọng trong quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) nhằm thực hiện sắp xếp, cơ cấu lại, đổi mới và nâng cao hiệu quả hoạt động của khu vực này. Trong gần 15 năm, lộ trình cổ phần hóa đã được triển khai từng bước vững chắc và đạt nhiều kết quả. Tuy nhiên, cổ phần hóa DNNN còn nhiều hạn chế, vướng mắc, chưa đạt kế hoạch đề ra. Khó khăn trong công tác định giá doanh nghiệp là một trong những nguyên nhân chủ yếu làm chậm quá trình chuyển đổi này. Mặt khác, trong các văn bản pháp qui tính đến hết năm 2006 đã có 7 lần sửa đổi nghị định liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp (Nghị định số 143/HĐBT ngày 10/5/1990; Quyết định số 202/CT ngày 8/6/1992; Nghị định 28/1996/NĐ- CP ngày 7/5/1996; Nghị định số 25/CP ngày 26/3/1997; Nghị định số 44/1998/NĐ-CP ngày 29/06/1998; Nghị định số 64/2002/NĐ-CP ngày 19/6/2002; Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004) để sửa đổi hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp trong quá trình chuyển đổi hình thức sở hữu các DNNN.

Việc hoàn thiện không chỉ ở phương pháp định giá phù hợp, các động lực thúc đẩy quá trình chuyển đổi mà còn cần hoàn thiện cả ở những vấn đề cơ chế tài chính, các quy định pháp lý... cho phù hợp với điều kiện cụ thể của nền kinh tế Việt Nam hiện nay; Ngoài ra đối với các doanh nghiệp sau cổ phần hoá hiện nay còn rất cần nghiên cứu để hỗ trợ các doanh nghiệp này phát triển theo đúng định hướng của Nhà nước, kết hợp hài hoà lợi ích giữa Nhà nước, người lao động và doanh nghiệp.

Ngoài những vấn đề mang tính lý thuyết về hình thành một phương pháp tiếp cận khoa học cho vấn đề này thì trên các diễn đàn tranh luận của các chuyên gia tài chính có rất nhiều vấn đề liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp được đưa ra như: về cơ chế định giá, tổ chức định giá, kiểm soát quá trình định giá, lựa chọn tổ chức định giá, phương pháp định giá, cách thức bán giá trị doanh nghiệp, tỷ lệ nắm giữ cổ phần nhà nước...; Tuy nhiên hiện chưa có một đề tài nào nghiên cứu một cách tương đối toàn diện hơn về toàn bộ các vấn đề này được công bố.

Với những ý nghĩa trên, từ nhận định về sự quan trọng và cần thiết của công tác định giá doanh nghiệp, tác giả đã chọn đề tài: ***“Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam”***.

TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU TRƯỚC ĐÂY

Trên thế giới, có khá nhiều công trình nghiên cứu liên quan đến phương pháp định giá doanh nghiệp. Năm 1994 tác giả Robert, Bergeth đã đề cập đến phương pháp so sánh giá trị trường qua ấn phẩm *How to sell your company for the most profit* xuất bản bởi Prentice Hall. Năm 1997, các tác giả Palepu, Bernard và Healy thuộc đại học Ohio đã giới thiệu các nghiên cứu của mình về phân tích kinh doanh và giá trị doanh nghiệp (*Introduction to Business Analysis & Valuation*). Năm 1998, hai tác giả G. Baker and G. Smith thuộc đại học Cambridge các nghiên cứu của mình qua Bài viết Tạo dựng giá trị doanh nghiệp thông qua việc định giá các tài sản vô hình (TSVH). Đặc biệt, năm 2000, nhà xuất bản Mc Kinsey & Company Inc đã cho ra đời các cuốn sách nói về định giá doanh nghiệp như *Valuation Measuring and Managing the Value of companies* của các tác giả Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murring, cuốn *Investment Valuation* của tác giả Aswath Darmoleran và cuốn *Value Investing: A Balanced Approach* của tác giả Martin J. Whitman.

Hầu hết các công trình nghiên cứu trên chủ yếu đề cập đến phương pháp định giá doanh nghiệp mục đích mua bán, sát nhập (Merger and Acquisition). Gần đây nhất, tháng 8 năm 2006, tác giả Fredrik Sjolholm thuộc *The European Institute of Japanese Studies, Stockholm School of Economics* đã có các nghiên cứu của mình về doanh nghiệp nhà nước và CPH ở Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ công bố một số thông tin liên quan đến DNNN và CPH ở Việt Nam.

Ở Việt Nam, bắt đầu từ năm 1990 đến nay đã có nhiều công trình nghiên cứu liên quan đến cổ phần hóa, phương pháp định giá doanh nghiệp, thẩm định giá trị doanh nghiệp... ; Như luận án của tác giả Nguyễn Minh Hoàng năm 2001, chỉ nghiên cứu về hoàn thiện *phương pháp định giá doanh nghiệp*. Tác giả Trịnh Thị Kim Ngân năm 1999 nghiên cứu với luận văn thạc sỹ về Giải pháp về tài chính tín dụng nhằm thúc đẩy quá trình CPH của DNNN trong lĩnh vực sản xuất vật liệu xây dựng. Tác giả Phạm Đình Toàn năm 2000 nghiên cứu với luận văn về Giải pháp tài chính góp phần thúc đẩy quá trình CPH DNNN ở Việt Nam hiện nay. Tác giả Đỗ Minh Tuấn nghiên cứu luận văn thạc sỹ về Hoàn thiện phương pháp định giá DNNN trong quá trình CPH ở Việt Nam. Tuy nhiên, phạm vi của các công trình này hoặc chỉ đề cập 1 phần đến định giá doanh nghiệp hoặc một số khía cạnh của phương pháp định giá doanh nghiệp.

Đặc biệt, gần đây nhất, năm 2005 tác giả Nguyễn Vũ Thuỳ Hương với luận văn thạc sỹ đã nghiên cứu về Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam. Tuy nhiên, luận văn này chỉ giới hạn phạm vi nghiên cứu đến năm 2004, đối tượng khảo sát hẹp và nghiên cứu tập trung về phương pháp định giá doanh nghiệp.

Ngoài ra còn nhiều bài viết liên quan đến phương pháp định giá doanh nghiệp, CPH, định giá TSVH. Các bài viết này chỉ đề cập đến một phần khía cạnh liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp và các điều kiện được phân tích chủ yếu dựa trên các cơ sở về lý thuyết mà chưa được kiểm chứng.

MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN

- Nghiên cứu những vấn đề lý luận cơ bản về định giá doanh nghiệp, công tác định giá doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng tới công tác định giá doanh nghiệp.
- Đánh giá thực trạng công tác định giá doanh nghiệp thông qua quá trình CPH DNNN ở Việt Nam. Phân tích những hạn chế của công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam tập trung vào giai đoạn 2001-2006.
- Đề xuất các nhóm giải pháp hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp trong quá trình CPH ở Việt Nam hiện nay, theo 3 nhóm:
 - + Nhóm giải pháp hoàn thiện cách thức định giá doanh nghiệp
 - + Nhóm giải pháp hoàn thiện phương pháp định giá doanh nghiệp
 - + Nhóm giải pháp trong quá trình Tổ chức định giá doanh nghiệp, và
 Đưa ra các điều kiện để hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp cho các đối tượng có liên quan trực tiếp bao gồm: (1) Điều kiện với Nhà nước và các cơ quan có liên quan; (2) Điều kiện với các tổ chức có chức năng định giá doanh nghiệp; (3) Điều kiện với doanh nghiệp được định giá.

PHẠM VI VÀ ĐỐI TƯỢNG NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN

Do phạm vi của đề tài khá rộng liên quan đến nhiều vấn đề kinh tế xã hội khi chuyển đổi sở hữu nên luận án chủ yếu tập chung vào trình tự, công tác tổ chức, thực hiện định giá doanh nghiệp, nghiên cứu các mô hình trong nước và quốc tế đang được áp dụng, đi sâu vào nghiên cứu các vấn đề liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp độc lập là chủ yếu qua tiến trình cổ phần hoá DNNN để đưa ra những giải pháp phù hợp với điều kiện của nền kinh tế Việt Nam trong thời gian tới.

Đề tài này được thực hiện chuyên sâu cho giai đoạn 2001 đến 2006 là giai đoạn có nhiều vấn đề bức xúc liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp để cổ phần hoá DNNN; Do vậy, sẽ giải đáp và đóng góp được nhiều ý kiến thiết thực trong công tác định giá doanh nghiệp đang là trọng tâm cho quá trình CPH phù hợp với chủ trương chính sách của Đảng và Nhà nước.

Do đặc thù của nền kinh tế Việt nam từ kế hoạch hoá tập trung chuyển đổi sang kinh tế thị trường nên công tác định giá doanh nghiệp Nhà nước ở Việt Nam hầu hết được gắn liền với quá trình cổ phần hoá DNNN; vì vậy đánh giá thực trạng công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam cần được xem xét trọng tâm thông qua tiến trình cổ phần hoá DNNN; Theo đó, ***đối tượng nghiên cứu của luận án là công tác định giá doanh nghiệp thông qua tiến trình cổ phần hóa DNNN ở Việt Nam.***

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

- Luận án áp dụng phương pháp luận duy vật biện chứng, duy vật lịch sử và kết hợp với nhiều phương pháp cụ thể: Phương pháp tiếp cận mục tiêu, phương pháp hệ thống, phương pháp so sánh, phương pháp tổng hợp, phương pháp phân tích, phương pháp dự đoán xu hướng nhằm làm sáng tỏ những vấn đề nghiên cứu đã đặt ra.
- Tác giả thực hiện khảo sát thực tế tại các doanh nghiệp đã tiến hành định giá trong giai đoạn 2001-2006, bao gồm: nghiên cứu các văn bản pháp lý và hồ sơ liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp và phỏng vấn trực tiếp doanh nghiệp, tóm tắt các thông tin thu thập được, phân tích, đánh giá và nhận định.

KẾT CẤU LUẬN ÁN

Cùng với các phần Mở đầu, Kết luận chung, Danh mục các ký hiệu, Danh mục các chữ cái viết tắt, Danh mục các bảng biểu, Danh mục các biểu đồ, Danh mục các phụ lục, Danh mục tài liệu tham khảo và Phụ lục kèm theo, Luận án bao gồm 3 chương cụ thể như sau:

Chương 1: Lý luận cơ bản về công tác định giá doanh nghiệp.

Chương 2: Thực trạng công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam.

Chương 3: Giải pháp hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam.

CHƯƠNG 1

LÝ LUẬN CƠ BẢN

VỀ CÔNG TÁC ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

1.1. Sự cần thiết của công tác định giá doanh nghiệp

1.1.1. Doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp

1.1.1.1. Doanh nghiệp và các đặc trưng cơ bản của doanh nghiệp

Có nhiều định nghĩa và khái niệm khác nhau về doanh nghiệp. Theo Luật Doanh nghiệp 2005, “*Doanh nghiệp là tổ chức kinh tế có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch ổn định, được đăng ký kinh doanh theo quy định của pháp luật nhằm mục đích thực hiện các hoạt động kinh doanh*”. Kinh doanh là thực hiện một, một số hoặc tất cả các công đoạn của quá trình đầu tư, từ sản xuất đến tiêu thụ sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ trên thị trường nhằm mục đích sinh lợi. [41, tr. 3]

Như vậy, có thể thấy rằng doanh nghiệp là một tổ chức kinh tế được thành lập nhằm sản xuất cung ứng sản phẩm hàng hoá và dịch vụ trên thị trường với mục đích sinh lời. Trong nền kinh tế thị trường, hoạt động của doanh nghiệp rất phong phú và đa dạng nhưng nhìn chung các doanh nghiệp có những nét đặc trưng chủ yếu là:

- **Là một tổ chức sản xuất ra sản phẩm hàng hoá dịch vụ cho xã hội**

Quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của một doanh nghiệp là quá trình kết hợp và biến đổi các yếu tố đầu vào tạo thành các kết quả đầu ra là sản phẩm dịch vụ đem lại giá trị mới. Chính sự tạo ra giá trị mới này đưa đến sự tăng trưởng kinh tế, phồn thịnh cho xã hội và củng cố vị thế, hình ảnh và sự phát triển của doanh nghiệp.

- **Doanh nghiệp là một đơn vị phân phối**

Trong quá trình hoạt động, khi tiêu thụ các sản phẩm đầu ra, doanh nghiệp có một khoản thu nhập và trên cơ sở đó thực hiện việc phân phối cho các tác nhân trực tiếp hoặc gián tiếp tham gia vào quá trình như: trả lương cho người lao động, thanh toán cho người cung ứng, trả lãi vay, nộp thuế, chia cổ tức...; Như vậy doanh nghiệp là khâu đầu của việc phân phối lần đầu và các chính sách phân phối của doanh nghiệp sẽ ảnh hưởng lớn đến rất nhiều đối tượng.

- **Doanh nghiệp là một tổ chức sống**

Quá trình hoạt động của doanh nghiệp là quá trình vận động không ngừng để thực hiện các mục tiêu của nó. Nhiều nhà kinh tế cho rằng: “*Doanh nghiệp là một tổ*

chức sống, giống như con người". Điều đó đòi hỏi khi nhìn nhận đánh giá một doanh nghiệp phải đặt nó trong trạng thái vận động.

Trong nền kinh tế thị trường, mỗi doanh nghiệp đều hoạt động nhằm nhiều mục tiêu khác nhau. Các mục tiêu chung nhất của doanh nghiệp là:

- **Mục tiêu lợi nhuận**

Lợi nhuận là kết quả cuối cùng của hoạt động kinh doanh mà doanh nghiệp thu được. Đó là phần chênh giữa thu nhập và chi phí bỏ ra để tạo ra số thu nhập đó. Lợi nhuận là phần giá trị tăng thêm mà nhà đầu tư thu được. Vì thế lợi nhuận trở thành mục tiêu hàng đầu của doanh nghiệp, là sự mong đợi của chủ sở hữu nó.

- **Mục tiêu cung ứng**

Sản xuất hàng hoá không phải nhằm thoả mãn tiêu dùng cho chính người sản xuất mà là để cung ứng cho khách hàng. Đó cũng là một mục tiêu của doanh nghiệp, nó thể hiện nghĩa vụ của doanh nghiệp với xã hội và nhờ thực hiện mục tiêu này mà doanh nghiệp mới thực hiện được mục tiêu lợi nhuận.

- **Mục tiêu phát triển bền vững**

Sự mong đợi của người đầu tư không chỉ dừng lại ở chỗ lợi nhuận mà là lợi nhuận phải ngày càng nhiều hơn và bền vững. Do vậy doanh nghiệp phải hướng tới sự phát triển. Xem xét đánh giá một doanh nghiệp không chỉ ở quá khứ hiện tại mà phải xem xét cả triển vọng tương lai.

Qua các đặc trưng của doanh nghiệp cho thấy: Doanh nghiệp được xem như như một thực thể sống bao gồm nhiều bộ phận cấu thành và vận động không ngừng nhằm tối đa hóa giá trị cho chủ sở hữu.

1.1.1.2. Giá trị và tiêu chuẩn nhận biết giá trị hàng hoá

1.1.1.2.1 Quan điểm của C.Mác về giá trị hàng hóa

Theo C.Mác, hàng hóa có hai thuộc tính là giá trị và giá trị sử dụng. Khái niệm giá trị được xác định ở mặt chất và mặt lượng:

- Chất của giá trị là hao phí lao động của con người.

- Lượng của giá trị được đo bằng thời gian hao phí lao động. Khi trao đổi trên thị trường, lượng của giá trị được đo bằng thời gian hao phí lao động xã hội cần thiết để sản xuất hàng hóa. Sự cạnh tranh trong nội bộ ngành hình thành nên giá trị thị trường, cạnh tranh giữa các ngành sẽ hình thành nên giá trị sản xuất. Khi tiền tệ ra đời thì giá trị của hàng hóa được phản ánh thông qua giá cả. Do sự tác động chung của

cung cầu hàng hóa mà giá cả có thể tách rời giá trị, nhưng yếu tố quyết định giá cả vẫn là giá trị.

- Giá trị sử dụng là một khái niệm để chỉ những công dụng, lợi ích mà hàng hóa có thể mang lại cho con người khi tiêu dùng nó. Mỗi loại hàng hóa đều có những công dụng riêng biệt, tồn tại độc lập không phụ thuộc vào giá cả. [8, tr. 25-26]

Nếu như giá trị mang tính chủ quan, được ước tính dựa trên thông tin có sẵn thì giá cả mang tính khách quan.

Theo quan điểm thị trường: Giá trị của một tài sản hoặc hàng hóa là số tiền (giá) thị trường trả cho tài sản hoặc hàng hóa đó. Giá trị của tài sản phụ thuộc và các lợi ích kinh tế tương lai do tài sản mang lại cho người sở hữu (nắm giữ). Như vậy, giá trị chính là giá cả hiện tại của tài sản trên thị trường.

1.1.1.2.2 Các tiêu chuẩn để nhận biết giá trị hàng hóa trong nền kinh tế thị trường

Quan điểm kinh điển của C.Mác, như tóm tắt ở trên, đã cung cấp những cơ sở lý luận quan trọng để phân tích và nhận biết bản chất của các quá trình trao đổi hàng hóa trong nền kinh tế thị trường. Tuy nhiên, trong thực tế của đời sống kinh tế, để đo lường giá trị hàng hóa thì không thể dùng đơn vị là thời gian lao động đã hao phí. Bằng cách thông qua giá cả, giá trị sử dụng mà cần đưa ra những khái niệm, những tiêu chuẩn để dựa vào đó có thể nhận biết và đo lường giá trị hàng hóa với một độ chính xác nhất định. Các khái niệm sau đây thường được sử dụng để ước lượng giá trị hàng hóa trong nền kinh tế thị trường:

- *Giá trị nhượng bán*: Là khái niệm dùng để chỉ mức giá cả của một hàng hóa được hình thành trong những điều kiện bình thường, chịu sự tác động của yếu tố cung cầu. Nó tương ứng với khái niệm giá cả mà C.Mác đã chỉ ra và được gọi đơn giản là giá thị trường.

- *Giá trị đổi mới*: Đây là khái niệm dùng để chỉ các khoản chi tiêu cần thiết để thay thế mới một tài sản.

- *Giá trị mua vào*: Là khái niệm dùng trong hạch toán kế toán, phản ánh giá mua vào của hàng hóa theo nguyên tắc giá gốc hay giá lịch sử (Historical principle), thường không tính đến yếu tố lạm phát.

- *Giá trị thanh lý*: Là mức giá chịu sự chi phối nhiều của yếu tố hành chính. Đây thường là hậu quả đối với các doanh nghiệp bị bắt buộc phải thanh lý. Tài sản của

doanh nghiệp trong những trường hợp như vậy, có nguy cơ bị “bán phá giá”, tức không theo giá thị trường.

- *Giá trị hoạt động*: Khi bán một doanh nghiệp đang hoạt động, mức giá thu được thường có sự chênh lệch so với mức giá trị thanh lý. Khoản chênh lệch giữa hai giá trị đó gọi là giá trị hoạt động, nó tượng trưng cho giá trị về mặt tổ chức.

- *Giá trị theo công dụng*: Là mức giá chỉ ra các khoản chi tiêu cần thiết để có được một tài sản tương đương, tức là có cùng chất lượng, chủng loại, quy cách.

Để dễ dàng phân biệt các khái niệm giá trị nói trên, ta lấy ví dụ sau:

+ Năm 1995, doanh nghiệp A đã mua một tài sản cố định (TSCĐ) B với giá là 100 triệu đồng. Đến năm 2005, doanh nghiệp vẫn sử dụng 100 triệu đồng làm giá hạch toán để trích khấu hao TSCĐ, 100 triệu đồng này là giá gốc- tức giá trị mua vào.

+ Loại TSCĐ B còn mới hiện đang được bán trên thị trường với giá là 120 triệu đồng thì giá 120 triệu đồng là giá thị trường, căn cứ để xác định *giá trị nhượng bán* và cũng là giá trị mua mới.

+ TSCĐ B đã khấu hao hết nhưng vẫn còn sử dụng được. Doanh nghiệp thực hiện đánh giá lại giá trị TSCĐ này. Nhưng trên thị trường không có bán TSCĐ B đã cũ. Dựa vào tính năng kỹ thuật còn lại, người ta ước tính công suất của TSCĐ B hiện bằng 50% so với khi nó còn mới. Giá trị ước tính được là: $50\% \times 120 \text{ triệu đồng} = 60 \text{ triệu đồng}$, thì 60 triệu đồng được coi là *giá trị theo công dụng*.

+ Doanh nghiệp A bán TSCĐ B, TSCĐ B là tài sản cũ và hết khấu hao nên doanh nghiệp B bán tương đương với giá phế liệu là 5 triệu đồng, 5 triệu đồng là *giá trị thanh lý*.

Tóm lại, mặc dù có thể có nhiều khái niệm giá trị được đưa ra, song tiêu chuẩn để nhận biết giá trị hàng hóa trong kinh tế thị trường có thể được chia thành ba loại: (1) Giá trị theo sổ sách kế toán (theo nguyên tắc giá gốc); (2) Giá trị ước tính theo giá cả của thị trường hiện hành ; (3) Giá trị ước tính theo công dụng của tài sản.

1.1.1.3. Doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp trong kinh tế thị trường

1.1.1.3.1. Doanh nghiệp

“Doanh nghiệp” trong kinh tế thị trường là thuật ngữ dùng để chỉ các tổ chức kinh tế mà theo đó. Một tổ chức kinh tế chỉ được gọi là “doanh nghiệp” nếu nó được sự thừa nhận về mặt pháp luật trên một số tiêu chuẩn nào đó.

Pháp luật các quốc gia thường xây dựng các tiêu chuẩn về: mức vốn tối thiểu, mục tiêu hoạt động, ngành nghề, địa điểm... và tư cách công dân đứng ra kinh doanh để từ đó nhà nước có cơ sở trao cho những tổ chức kinh tế này những quyền lợi và nghĩa vụ trên một tư cách mới đó là “doanh nghiệp”.

Doanh nghiệp kinh doanh: là một tổ chức kinh tế được thành lập nhằm mục tiêu làm tăng giá trị cho chủ sở hữu.

+ Lợi ích của doanh nghiệp kinh doanh là lợi ích mà doanh nghiệp có thể mang lại cho nhà đầu tư. Cụ thể là ở các khoản thu nhập dưới các hình thức như: Thặng dư vốn cổ phần, khấu hao, lợi nhuận sau thuế, lợi tức cổ phần...

+ Lợi ích hay công dụng của một doanh nghiệp kinh doanh có thể được lượng hóa thông qua các tiêu chuẩn về giá trị như đã nêu.

Thuật ngữ “doanh nghiệp” khi ra đời đã bao hàm mục tiêu được thành lập ra để “kinh doanh”, để tìm kiếm thu nhập, tối đa hóa lợi nhuận. Theo đó, ***thuật ngữ “Doanh nghiệp” được sử dụng trong luận án này là để chỉ các doanh nghiệp hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận.***

1.1.1.3.2. Giá trị doanh nghiệp trong kinh tế thị trường

Khái niệm về Giá trị doanh nghiệp cần được xem xét trên các giác độ về đặc trưng cơ bản của doanh nghiệp:

- Thứ nhất: Là một tổ chức, một đơn vị kinh doanh. Nhưng đồng thời cũng là một loại hàng hóa đặc biệt. Theo đó, doanh nghiệp cũng có thể được trao đổi, mua bán như những hàng hóa thông thường khác. Khái niệm “doanh nghiệp” cũng như khái niệm về “giá trị doanh nghiệp” là những khái niệm thuộc phạm trù của kinh tế thị trường. Quan niệm về giá trị, cũng như các tiêu chuẩn để nhận biết giá trị như đã nêu ở phần trên được sử dụng để định giá doanh nghiệp.

- Thứ hai: Là một tổ chức, một đơn vị kinh tế, không giống như những “tài sản” thông thường. Doanh nghiệp là một thực thể kinh tế luôn vận động. Thông qua sự vận động để nhận dạng ra doanh nghiệp. Doanh nghiệp không phải là một tập hợp các loại tài sản vào với nhau. Khi phá sản, doanh nghiệp không còn tồn tại với tư cách của một tổ chức kinh doanh nữa và chỉ là một sự hỗn hợp các loại tài sản đơn lẻ, rời rạc để thanh lý, phát mãi như những hàng hóa thông thường- nó không còn đầy đủ ý nghĩa của một doanh nghiệp. Chính vì vậy, giá trị doanh nghiệp là một khái niệm chỉ dùng cho những doanh nghiệp đang trong quá trình liên tục hoạt động.

- Thứ ba: Là một tổ chức, một đơn vị, một hệ thống và đồng thời cũng là một phần tử trong hệ thống lớn - nền kinh tế. Do đó, sự tồn tại của doanh nghiệp là ở mối quan hệ của nó với các phần tử khác của hệ thống, tức là mối quan hệ với các cơ quan, các thể nhân và pháp nhân kinh tế khác. Sự tồn tại của doanh nghiệp không chỉ được quyết định bởi các mối quan hệ bên trong doanh nghiệp mà còn bởi mối quan hệ với các yếu tố bên ngoài, như: môi trường kinh doanh, nguồn nhân lực, nhà cung cấp...

Sự phát triển của doanh nghiệp ở mức độ nào là tùy thuộc vào mức độ bền chặt của các mối quan hệ đó với môi trường xung quanh. Doanh nghiệp có đạt được mục tiêu lợi nhuận của mình hay không sẽ phụ thuộc có tính quyết định ở các mối quan hệ đó. Chính vì vậy, công tác định giá doanh nghiệp đòi hỏi phải xem xét tất cả các mối quan hệ nói trên *không chỉ đơn thuần bao gồm nội dung đánh giá về những tài sản trong doanh nghiệp, mà điều quan trọng hơn là phải đánh giá nó về mặt tổ chức, nguồn nhân lực, danh tiếng, những triển vọng...*

- Thứ tư: Các nhà đầu tư thành lập doanh nghiệp không nhằm vào việc sở hữu các tài sản cố định, tài sản lưu động hay sở hữu một bộ máy kinh doanh năng động mà nhằm vào mục tiêu chủ yếu là tìm kiếm lợi nhuận. Tiêu chuẩn để đánh giá hiệu quả hoạt động - lợi ích của doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư là ở các khoản thu nhập từ hoạt động SXKD. Vì vậy, tại các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, giá trị doanh nghiệp được xác định căn cứ vào các khoản thu nhập trong quá trình SXKD.

Nói tóm lại, *giá trị doanh nghiệp là sự biểu hiện bằng tiền về các khoản thu nhập mà doanh nghiệp mang lại cho các nhà đầu tư trong quá trình SXKD. Để định giá doanh nghiệp, xét về mặt nguyên lý, chỉ có thể tồn tại hai cách tiếp cận, đó là: (1) Trực tiếp đánh giá giá trị của các tài sản trong doanh nghiệp và đánh giá giá trị của yếu tố tổ chức. Hoặc, (2) Bằng một phương pháp nào đó để lượng hóa các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại cho nhà đầu tư một cách đáng tin cậy. Do đó, trong công tác định giá doanh nghiệp, một phương pháp định giá doanh nghiệp, được gọi là cơ bản và khoa học, trước hết, phải thuộc vào một trong hai cách tiếp cận nói trên. Đồng thời, kết quả định giá doanh nghiệp không phải là giá cả của doanh nghiệp vì cũng giống như các loại hàng hoá khác, giá trị thị trường của doanh nghiệp chịu sự chi phối của các quy luật kinh tế khách quan như quy luật giá trị, quy luật cung cầu,... nên kết quả định giá doanh nghiệp chỉ là một căn cứ, một cơ sở tin cậy để các bên xem xét thương lượng và thống nhất. Giá cả là giá được chấp nhận giữa các bên.*

1.1.2. Khái niệm về định giá doanh nghiệp và công tác định giá doanh nghiệp

Định giá doanh nghiệp là một khâu rất quan trọng trong quá trình đổi mới doanh nghiệp, cấu trúc lại nền kinh tế và cũng thường được áp dụng khi các doanh nghiệp tổ chức sắp xếp, cơ cấu lại dây chuyền sản xuất hoặc các bộ phận sản xuất kinh doanh. Quá trình định giá nhằm mục tiêu tính toán, xác định giá trị của doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định. Thông thường, đây là quá trình ước tính khoản tiền mà người mua có thể trả để có được doanh nghiệp. Tuy nhiên, các chuyên gia kinh tế đều cho rằng: Định giá doanh nghiệp là quá trình mang nhiều tính nghệ thuật hơn là tính khoa học chính xác, vì quá trình định giá doanh nghiệp chủ yếu dựa vào các hoạt động sản xuất kinh doanh dự tính trong tương lai chứ không chỉ đơn thuần dựa trên các hoạt động quá khứ. Điều này đòi hỏi các chuyên gia không những chỉ nắm vững kỹ thuật định giá mà còn phải có khả năng phán đoán nghiệp vụ tốt.

Hoạt động của doanh nghiệp là liên tục và biến đổi không ngừng nên khi lập báo cáo tài chính người ta không quan tâm đến giá trị thực tế của các loại tài sản mà chỉ phản ánh tài sản của doanh nghiệp theo "*Nguyên tắc giá gốc*", trên "*Cơ sở Dồn tích*" và tính "*Liên tục hoạt động*" [4, tr. 2-3]. Theo đó, giá trị thực tế của doanh nghiệp sau một thời gian hoạt động sẽ không còn phù hợp với giá trị trên sổ sách kế toán.

Do vậy, có thể đưa ra khái niệm định giá doanh nghiệp như sau: "***Định giá doanh nghiệp là xác định giá trị ước tính của doanh nghiệp theo giá cả thị trường***" và "***Công tác Định giá doanh nghiệp là trình tự, cách thức và phương pháp định giá được áp dụng để tiến hành định giá doanh nghiệp***".

"*Giá trị ước tính*" của doanh nghiệp gồm hai bộ phận: "*Giá trị thực*" của doanh nghiệp chính là giá trị còn lại của doanh nghiệp theo sổ sách kế toán được tính theo giá thị trường vào thời điểm định giá và "*Giá trị kỳ vọng*" chính là thu nhập kỳ vọng mà doanh nghiệp có thể mang lại cho chủ sở hữu trong tương lai.

1.1.3. Sự cần thiết của công tác định giá doanh nghiệp

Trong nền kinh tế thị trường, doanh nghiệp được coi như là một loại hàng hóa để được mua bán, được trao đổi. Vì vậy, nhu cầu định giá hay xác định giá trị đối với loại hàng hóa này là một đòi hỏi khách quan. Trong việc điều hành kinh tế vĩ mô của Nhà nước cũng như trong hoạt động quản trị kinh doanh của các doanh nghiệp luôn

cần thiết các thông tin về giá trị doanh nghiệp. Giá trị của doanh nghiệp là bao nhiêu, cao hay thấp luôn là mối quan tâm của các pháp nhân và thể nhân kinh tế có lợi ích liên quan, gắn bó trực tiếp đến các doanh nghiệp được đánh giá, cụ thể:

- Thứ nhất: Đối với các hoạt động giao dịch mua bán, sáp nhập, hợp nhất hoặc chia nhỏ doanh nghiệp. Đây là loại giao dịch diễn ra có tính chất thường xuyên và phổ biến trong cơ chế thị trường. Nó phản ánh các nhu cầu về đầu tư trực tiếp vào SXKD, phản ánh nhu cầu đi tìm nguồn tài trợ cho sự tăng trưởng và phát triển bằng các yếu tố từ bên ngoài, làm gia tăng một cách nhanh chóng tiềm lực tài chính, nhằm tăng cường khả năng tồn tại trong môi trường cạnh tranh của các doanh nghiệp. Để thực hiện các giao dịch đó, đòi hỏi phải có sự đánh giá các yếu tố tác động tới doanh nghiệp; trong đó, giá trị doanh nghiệp là một yếu tố có tính chất quyết định, là căn cứ trực tiếp để quyết định mức giá trong các giao dịch.

- Thứ hai: Giá trị doanh nghiệp thực chất là sự phản ánh năng lực tổng hợp của một doanh nghiệp, phản ánh khả năng tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Vì vậy, căn cứ vào đó, các nhà quản trị kinh doanh có thể thấy được khả năng cạnh tranh không chỉ của doanh nghiệp mình mà còn cả khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp khác trong ngành và trong nền kinh tế. Vì vậy, *giá trị doanh nghiệp là một căn cứ thích hợp, là cơ sở để đưa ra các quyết định về kinh doanh, về tài chính... một cách đúng đắn*. Ngoài ra, khi phát hành chứng khoán nhằm thu hút vốn trên thị trường cũng cần phải định giá doanh nghiệp làm cơ sở để tính toán được số lượng cần thiết cho mỗi đợt phát hành chứng khoán.

- Thứ ba: Dưới giác độ của các nhà đầu tư, của người cung cấp thì thông tin về giá trị doanh nghiệp cho thấy một sự đánh giá tổng quát về uy tín kinh doanh, về khả năng tài chính, về vị thế tín dụng để từ đó có cơ sở đưa ra các quyết định về đầu tư, tài trợ hoặc có tiếp tục cấp tín dụng cho doanh nghiệp nữa hay không.

- Thứ tư: Giá cả của các loại chứng khoán trong điều kiện bình thường (cung cầu về chứng khoán tương đối cân bằng) được quyết định bởi giá trị thực của doanh nghiệp có chứng khoán được trao đổi, mua bán trên thị trường. Vì vậy, trên phương diện quản lý kinh tế vĩ mô, *thông tin về giá trị doanh nghiệp được coi là một căn cứ quan trọng để các nhà hoạch định chính sách, các tổ chức, các hiệp hội kinh doanh chứng khoán kịp thời nhận ra sự biến động không bình thường của giá cả chứng khoán, nhận ra dấu hiệu của hiện tượng đầu cơ, thao túng thị trường, đầu cơ thâm tóm*

quyền kiểm soát doanh nghiệp...; Để từ đó sớm có biện pháp cần thiết ngăn chặn mọi nguy cơ xảy ra khủng hoảng kinh tế bắt đầu từ hiện tượng của một nền “kinh tế ảo”.

- *Thứ năm*: Nội dung cốt lõi của quản trị tài chính doanh nghiệp, xét cho đến cùng là phải tăng được giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, việc định giá doanh nghiệp định kỳ sẽ là cơ sở quan trọng để đánh giá hiệu quả của hoạt động tài chính trong các doanh nghiệp.

- *Thứ sáu*: Việc xác định và thực hiện tốt các trình tự, cách thức và phương pháp định giá áp dụng trong quá trình định giá doanh nghiệp sẽ là yêu cầu căn bản để công tác định giá doanh nghiệp được hiệu quả và đem lại giá trị phù hợp để các bên có liên quan dễ dàng chấp thuận.

Trên đây là những lý do cơ bản đòi hỏi phải tiến hành công tác định giá doanh nghiệp. Đó vừa là những yêu cầu trong đời sống kinh tế nói chung, cũng vừa là đòi hỏi có tính chất thường nhật trong hoạt động SXKD đối với các doanh nghiệp nói riêng. Đó cũng là những đòi hỏi, là mối quan tâm của 3 loại chủ thể khác nhau: Nhà nước, Nhà đầu tư và Nhà quản trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc định giá doanh nghiệp là một vấn đề không đơn giản, xét trên cả phương diện lý luận lẫn thực tiễn của Việt Nam cũng như trên thế giới.

1.2. Nội dung công tác định giá doanh nghiệp

1.2.1. Thu thập thông tin

Có thể nói, công tác định giá doanh nghiệp là quá trình mang tính nghệ thuật. Để giá trị doanh nghiệp được định giá phù hợp và dễ dàng được chấp thuận trên thị trường thì việc thu thập thông tin là yếu tố rất quan trọng, các thông tin thu thập trong công tác định giá bao gồm:

1.2.1.1 Thông tin liên quan đến các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp

Bao gồm các yếu tố liên quan đến môi trường kinh doanh tổng quát và môi trường đặc thù của doanh nghiệp.

a. Các yếu tố về môi trường kinh doanh tổng quát: Bao gồm môi trường kinh tế, môi trường chính trị, môi trường văn hóa- xã hội, môi trường tự nhiên, kỹ thuật ...

b. Các yếu tố về môi trường kinh doanh đặc thù: So với môi trường tổng quát, môi trường đặc thù bao gồm các yếu tố tác động đến SXKD của doanh nghiệp mang tính chất trực tiếp và rõ rệt hơn. Hơn nữa, đối với các yếu tố này, doanh nghiệp còn có

thể kiểm soát chúng ở một mức độ nhất định. Môi trường đặc thù gồm các yếu tố về khách hàng, nhà cung cấp, các hãng cạnh tranh và cơ quan Nhà nước.

1.2.1.2 Thông tin liên quan đến các yếu tố nội tại doanh nghiệp

Hiện trạng về tài sản trong doanh nghiệp; vị trí kinh doanh; giá trị quyền sử dụng đất; uy tín danh tiếng, thương hiệu kinh doanh; nguồn nhân lực (năng lực quản trị kinh doanh và trình độ kỹ thuật và tay nghề người lao động)...

Hệ thống thông tin tác động trực tiếp đến hiệu quả hoạt động định giá doanh nghiệp bao gồm cả những thông tin được cung cấp bởi doanh nghiệp được định giá cũng như hệ thống thông tin thị trường. Kết quả, chất lượng định giá phụ thuộc rất lớn vào việc cung cấp thông tin từ các doanh nghiệp. Đặc biệt, đối với các DNNN khi cổ phần hoá - đối tượng chính được nghiên cứu trong luận án này, hầu hết đều được hình thành từ thời kỳ bao cấp, việc lưu trữ thông tin, sổ sách không có hệ thống và nguồn nhân lực mang tính thụ động cao nên việc định giá gặp khá nhiều khó khăn. Ngoài ra, các thông tin về thị trường, về ngành nghề mà doanh nghiệp hoạt động sản xuất kinh doanh cũng là yếu tố quan trọng mà những người làm công tác định giá phải xem xét, phân tích vì hoạt động của các doanh nghiệp không chỉ phụ thuộc vào đặc điểm nội bộ của doanh nghiệp mà còn phụ thuộc vào tình hình chung của thị trường.

1.2.2. Phương pháp định giá doanh nghiệp

Để có một quan niệm đầy đủ và chính thức về giá trị doanh nghiệp trong công tác định giá doanh nghiệp cần phải xem xét trên các giác độ cơ bản sau đây:

- Thứ nhất: Giá trị doanh nghiệp khác với giá bán doanh nghiệp trên thị trường. Giá trị doanh nghiệp được đo bằng độ lớn của các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể đem lại cho nhà đầu tư. Giá bán thực tế của doanh nghiệp là mức giá được hình thành trên thị trường, có thể có sự khác biệt tương đối lớn so với đánh giá của các chuyên gia kinh tế và các nhà đầu tư. Giá mua bán doanh nghiệp còn chịu tác động của các yếu tố về cung cầu “hàng hoá doanh nghiệp”, cung cầu về chứng khoán và cung cầu về tiền tệ trên thị trường. Đặc biệt, trong thời gian từ tháng 11/2006 đến tháng 3/2007 trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã thể rất rõ về sự khác biệt về giá trị doanh nghiệp và giá thị trường của doanh nghiệp.

- Thứ hai: Giá trị doanh nghiệp luôn tồn tại ngay cả khi không có việc mua bán và chuyển nhượng. Giá trị doanh nghiệp chỉ đơn giản là một khái niệm được các nhà đầu tư, các chuyên gia sử dụng trong việc đánh giá tổng thể các khoản thu nhập mà

doanh nghiệp có thể đưa lại. Để định giá doanh nghiệp thường đòi hỏi phải có các chuyên gia có kinh nghiệm và hiểu biết không những về chuyên môn và còn phải có vốn hiểu biết tương đối rộng về kinh tế, chính trị và xã hội. Đồng thời cũng đòi hỏi về mặt đạo đức nghề nghiệp cần thiết để đảm bảo tính trung thực, bí mật, khách quan, hạn chế sự chi phối của các yếu tố mang tính gian lận làm bóp méo giá trị thực của doanh nghiệp.

-Thứ ba: Công tác định giá doanh nghiệp không chỉ để cổ phần hóa, mua, bán, sáp nhập, hợp nhất hoặc chia nhỏ doanh nghiệp mà còn nhằm phục vụ cho nhiều hoạt động giao dịch kinh tế khác, như: xác định vị thế thị trường, vị thế tín dụng, cung cấp thông tin cho hoạt động quản lý kinh tế vĩ mô, cho hoạch định chiến lược v.v.

Như vậy, ***Công tác định giá doanh nghiệp, về thực chất là các trình tự, cách thức và phương pháp định giá áp dụng trong việc lượng hoá mang tính tin cậy về giá trị hiện tại của các tài sản trong doanh nghiệp theo giá thị trường và các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể tạo ra trong tương lai làm cơ sở cho các hoạt động giao dịch thông thường của thị trường.***

Có thể nói rằng, quan niệm trên đây mang tính căn bản về giá trị doanh nghiệp và công tác định giá doanh nghiệp, là phương châm chi phối, xuyên suốt áp dụng trong công tác định giá sau này, là nền tảng cơ sở lý luận đối với quá trình pháp định giá doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường.

Trong thực tế, khi xây dựng các trình tự, cách thức và phương pháp định giá doanh nghiệp, các nhà kinh tế trong các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, đã đứng trên nhiều góc độ khác nhau để đánh giá về lợi ích của doanh nghiệp. Chính sự khác nhau trong việc nhìn nhận này đã quyết định đến sự khác nhau về cách thức và phương pháp định giá doanh nghiệp. Về phương pháp định giá doanh nghiệp được lựa chọn thông thường gồm 2 nhóm chủ yếu sau:

1.2.2.1 Nhóm phương pháp dựa trên cơ sở kết quả hoạt động

Nhóm phương pháp định giá này dựa trên quan điểm cho rằng giá trị doanh nghiệp không đơn thuần là tổng số học giá trị các tài sản hiện có của doanh nghiệp mà nó là tổng hợp các giá trị kinh tế được đo bằng khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Lợi nhuận luôn là mục tiêu quan trọng đối với doanh nghiệp cũng như với các nhà đầu tư. Do đó, điều mà các nhà đầu tư mong đợi là khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong tương lai.

Nhóm phương pháp này gồm 5 phương pháp chủ yếu:

- Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flow - DCF)
- Phương pháp Chiết khấu dòng cổ tức (Divident Discount Model- DDM)
- Phương pháp Hệ số giá thị trường trên thu nhập P/E
- Phương pháp Hiện tại hoá lợi nhuận thuần (PV)
- Phương pháp Dòng tiền vốn chủ (FCFE)

1.2.2.1.1 Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flow - DCF)

DCF là phương pháp mà giá trị doanh nghiệp được xác định bằng cách hiện tại hoá các luồng tiền thuần doanh nghiệp dự kiến thu được trong tương lai theo một tỷ lệ chiết khấu tương ứng với mức độ rủi ro của doanh nghiệp.

$$\text{Dòng tiền thuần của dự án đầu tư} = \text{Dòng tiền vào} - \text{Dòng tiền ra} \quad (1.1)$$

Trong đó:

- “Dòng tiền vào” là các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại dưới hình thức như: khấu hao TSCĐ, lợi nhuận thuần hàng năm và các khoản vốn doanh nghiệp thu được khi dự án đầu tư kết thúc.

- “Dòng tiền ra” là các khoản chi đầu tư vào doanh nghiệp, bao gồm các khoản vốn đầu tư vào TSCĐ và TSLĐ thường xuyên cho doanh nghiệp.

Phương pháp này được thể hiện thông qua công thức tổng quát sau:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^n} \quad (1.2)$$

Trong đó:

V_0 : Giá trị doanh nghiệp thời điểm hiện tại

CF_t : Dòng tiền thuần năm thứ t

V_n : Giá trị doanh nghiệp ở cuối chu kỳ đầu tư (năm thứ n)

i : Tỷ suất hiện tại hóa.

Việc xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp này thường được chia ra thành các bước cơ bản sau:

Quy trình thực hiện:

Bước 1: Phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong quá khứ, đánh giá, dự đoán chiến lược kinh doanh và kết quả kinh doanh trong tương lai:

Thực hiện dự báo dài hạn về các dòng tiền vào và dòng tiền ra trong quá khứ để đánh giá ảnh hưởng đến dòng tiền phát sinh trong tương lai, bao gồm:

- Ước tính, dự đoán các chỉ tiêu như tỷ lệ tăng trưởng, tỷ suất hoàn vốn đầu tư. Thường được thực hiện thông qua việc áp dụng phân tích **SWOT** (điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội, thách thức) hoặc phân tích **Five Forces** (Khả năng thâm nhập thị trường, Sản phẩm/dịch vụ thay thế, nhà cung cấp, đối thủ cạnh tranh, người mua/khách hàng) hoặc thông qua các bước: (1) Đánh giá khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp (*phân tích đặc trưng của ngành, những lợi thế và bất lợi của doanh nghiệp qua đó đánh giá được khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp cũng như tiềm năng phát triển của doanh nghiệp*); (2) Dự tính tiềm năng của doanh nghiệp trong tương lai (*khả năng xây dựng được hình ảnh của doanh nghiệp, các yếu tố sẽ có thể tác động mạnh tới hoạt động SXKD như lạm phát, cầu của thị trường đối với sản phẩm của doanh nghiệp*); (3) Dự báo về doanh thu, chi phí vận hành, các khoản vốn đầu tư bổ sung và các khoản vốn rút ra khỏi quá trình luân chuyển trong từng năm.; (4) Dự báo chu kỳ đầu tư (n) và giá trị doanh nghiệp ở thời điểm cuối của chu kỳ đó (V_n). Thông thường thời điểm cuối của chu kỳ đầu tư được xác định khi mà các số liệu dự báo trong tương lai xa không còn đủ độ tin cậy ở mức độ cần thiết.

Bước 2: Xác định tỷ lệ chiết khấu dòng tiền i , nhưng phải đảm bảo các nguyên tắc:

- Tỷ suất chiết khấu được lựa chọn trên nguyên tắc vừa thể hiện được yếu tố thời giá của tiền tệ vừa tính đến yếu tố rủi ro. Tỷ suất này thường dự tính chi phí sử dụng vốn bình quân (phản ánh chi phí cơ hội đầu tư vốn vào doanh nghiệp).

- Bao gồm i của tất cả các nguồn vốn vì CF phản ánh luồng tiền thuộc sở hữu của tất cả những người đầu tư vào doanh nghiệp. Lãi suất chiết khấu phải được xác định cộng thêm với rủi ro hệ thống mà các nhà đầu tư phải gánh chịu.

- Giá trị nợ và cổ phiếu ưu tiên tính theo luồng tiền trái chủ nhận được. Giá trị vốn chủ sở hữu: lấy theo giá cổ phiếu của doanh nghiệp đang được giao dịch trên thị trường. Nếu không có thì có thể sử dụng giá trị sổ sách và chính sách cơ cấu vốn.

- Khi có những thay đổi bất thường trong tương lai như lạm phát, rủi ro hệ thống thì phải điều chỉnh lại các yếu tố tính CF.

Bước 3: xác định giá trị hiện tại của dòng tiền thuần theo tỷ suất chiết khấu (i) nói trên để tìm ra giá trị doanh nghiệp.

Giá trị của toàn doanh nghiệp là tổng giá trị hoạt động SXKD trong các năm của doanh nghiệp cộng với giá trị của tài sản khi kết thúc hoạt động SXKD.

Giá trị vốn chủ sở hữu bằng giá trị toàn doanh nghiệp trừ đi giá trị thị trường của tất các khoản nợ.

Những nguyên lý chung khi xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp hiện tại hóa dòng tiền được thể hiện thông qua ví dụ sau:

Bảng 1.1: Xác định giá trị hiện tại các dòng tiền của doanh nghiệp A

Đơn vị tính: tỷ đồng

Năm	1	2	3	4	5	Giá trị cuối cùng
Chỉ tiêu						
1. Doanh thu	100	120	130	130	120	
2. Tổng chi phí bằng tiền	60	65	60	60	70	
3. Khấu hao	10	12	12	12	12	
4. Lãi vay	5	5	4	4	4	
5. Thu nhập chịu thuế	25	38	54	54	34	
6. Thuế thu nhập (32%)	7,0	10,6	15,1	15,1	9,5	
7. Lợi nhuận thuần	18,0	27,4	38,9	38,9	24,5	
8. Dòng tiền vào⁽¹⁾	33,0	44,4	54,9	54,9	40,5	
9. Đầu tư vào TSCĐ	(8)	-	-	-	-	
10. C. lệch về VLD thường xuyên.	(5)	(10)	(5)	(5)	(10)	
11. Dòng tiền thuần ⁽²⁾	20	34,4	49,9	49,9	30,5	305 ⁽⁴⁾
12. Thừa số hiện tại hóa (10%) ⁽³⁾	0,909	0,826	0,751	0,683	0,62	0,62
13. Giá trị hiện tại	18,2	28,4	37,5	34,1	18,9	189,1
14. Giá trị doanh nghiệp	326,1 - 16,1 = 310 tỷ đồng ⁽⁵⁾					

Ghi chú: Các số liệu đã được làm tròn.

⁽¹⁾ Dòng tiền vào = Lợi nhuận thuần + Khấu hao + Lãi vay

Vì phương pháp chiết khấu dựa trên việc đánh giá doanh nghiệp như một dự án đầu tư cho nên phải tính cả lãi vay trong dòng tiền vào.

⁽²⁾ Dòng tiền thuần = Dòng tiền vào - Đầu tư bổ sung vào TSCĐ ± Chênh lệch về VLD thường xuyên

⁽³⁾ Thừa số hiện tại hóa ở mức 10% được tra trong bảng tài chính hoặc tính theo

công thức: $f(n,i) = \frac{1}{(1+10\%)^n}$

(4) Giá trị cuối cùng hay còn gọi là giá trị đến hạn thường được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền thuần ở năm thứ 5 (năm cuối của chu kỳ đầu tư) theo lãi suất 10% với thời hạn không xác định: $305 = \frac{30,5}{10\%}$

(5) Giả thiết khoản nợ của doanh nghiệp ở thời điểm hiện tại là 16,1 tỷ đồng.

$$\begin{aligned} \text{Giá trị doanh nghiệp} &= (18,2 + 28,4 + 37,5 + 34,1 + 18,9 + 189,1) - 16,1 \\ &= 326,1 - 16,1 = 310 \text{ tỷ đồng.} \end{aligned}$$

Trong thực tế, tùy theo tính chất phức tạp khi xác định các tham số đối với mỗi doanh nghiệp cụ thể người ta còn có thể chia ra nhiều bước chi tiết hơn nữa. Song, nói chung cũng không nằm ngoài 3 bước cơ bản đã nêu trên. [29, tr. 8-12]

❖ Ưu điểm :

+ Định giá sát thực hơn giá trị của các doanh nghiệp đang hoạt động có hiệu quả, có kế hoạch và chiến lược kinh doanh tốt, thể hiện khả năng phát triển trong tương lai; khi đó doanh nghiệp được xem xét dưới trạng thái động tương tự như một dự án đầu tư. Theo đó, tất cả các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp đều được đưa vào đánh giá và xem xét chi tiết từ các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp đến các yếu tố thuộc về nội tại doanh nghiệp từ đó có thể chỉ ra những triển vọng và ước tính các dòng tiền làm cơ sở để định giá doanh nghiệp.

+ Quan niệm về dòng tiền còn cho phép các chuyên gia định giá tránh được vấn đề phức tạp khi phải điều chỉnh số liệu kế toán sao cho có thể phản ánh đúng thời điểm phát sinh các khoản tiền, như điều chỉnh doanh thu, khấu hao, cách hạch toán hàng tồn kho...; Ưu thế này có thể diễn giải qua Bảng số 1.2:

Bảng 1.2: Ảnh hưởng của phương pháp khấu hao đến lợi nhuận kế toán

Đơn vị tính: tỷ đồng

Năm		1	2	3	4	5
Phương pháp khấu hao đường thẳng	+ Khấu hao hàng năm	15	15	15	15	15
	+ Lợi nhuận thuần	5	5	5	5	5
	+ Dòng tiền vào	20	20	20	20	20
Phương pháp khấu hao nhanh	+ Khấu hao hàng năm	25	20	15	10	5
	+ Lợi nhuận thuần	(5)	0	5	10	15
	+ Dòng tiền vào	20	20	20	20	20

Bảng 1.2 cho thấy lợi nhuận thuần kế toán có thể thay đổi theo các phương pháp khấu hao mà doanh nghiệp áp dụng. Nhưng “dòng tiền vào” thì không bị ảnh hưởng bởi những thông lệ kế toán này.

+ Phương pháp DCF Phản ánh sát thực hơn thu nhập của doanh nghiệp trong tương lai vì nó được điều chỉnh theo mức độ rủi ro thích hợp cho từng loại hình doanh nghiệp và ngành nghề kinh doanh, đồng thời cũng lý giải tại sao doanh nghiệp này lại có giá trị cao hơn doanh nghiệp kia mà một số phương pháp khác như: Phương pháp Tài sản, Phương pháp chi phí... không thể giải thích được.

❖ **Hạn chế:**

+ Áp dụng DCF sẽ gặp phải những khó khăn khi ước lượng tỷ suất hiện tại hóa (i) và chu kỳ đầu tư (n). Mặt khác, việc dự báo các "dòng tiền vào" và "dòng tiền ra" nhiều khi phức tạp và mang tính suy đoán.

+ Đối với các doanh nghiệp không có chiến lược kinh doanh hoặc có chiến lược kinh doanh không rõ ràng thì phương pháp này trong chừng mực nào đó, có thể nói còn mang nhiều tính lý thuyết.

+ Đòi hỏi một lượng thông tin lớn, mang tính tin cậy để đánh giá sự ảnh hưởng của các yếu tố về môi trường vĩ mô, vi mô, các yếu tố bên trong và bên ngoài tác động đến doanh nghiệp. Điều này, đòi hỏi chuyên gia định giá phải có chuyên môn sâu và kinh nghiệm trong lĩnh vực hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và dự án đầu tư, có kinh nghiệm được tích lũy nhiều năm, đầu tư nhiều công sức, mang tính hệ thống để thu thập, phân tích và đánh giá thông tin mới có thể đáp ứng được.

❖ **Đối tượng áp dụng :** Đối với những doanh nghiệp có căn cứ để ước tính được tình hình hoạt động trong tương lai, những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, tư vấn thiết kế xây dựng, tin học và chuyển giao công nghệ... mà tài sản của doanh nghiệp chủ yếu là TSVH. [59, tr. 131]

1.2.2.1.2 Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM)

Định giá trên cơ sở chiết khấu dòng cổ tức thu được trong tương lai về hiện tại với một tỷ lệ thích hợp tương ứng với mức rủi ro của chứng khoán.

Phương pháp này được xây dựng trên cơ sở nhà đầu tư bỏ tiền ra mua chứng khoán (tức là mua doanh nghiệp) không phải là để lấy những tài sản hiện hành trong doanh nghiệp, mà là để đổi lấy các khoản thu nhập trong tương lai. *Giá trị thực của một chứng khoán phải được đánh giá bằng độ lớn của khoản thu nhập mà nhà đầu tư*

chắc chắn sẽ nhận được từ chính doanh nghiệp đó, chứ không phải thu nhập có được do yếu tố đầu cơ chứng khoán. Theo đó, giá trị doanh nghiệp sẽ bằng tổng giá trị các loại chứng khoán mà doanh nghiệp đã phát hành.

Mặc dù chứng khoán rất đa dạng và phong phú nhằm đáp ứng các yêu cầu về đầu tư khác nhau. Nhưng một công thức tổng quát xác định giá trị thực của các loại chứng khoán đã được xây dựng như sau:

$$V_0 = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_t}{(1+i)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} \quad (1.3)$$

Trong đó:

V_0 : Giá trị thực của một chứng khoán

R_t : Thu nhập của chứng khoán ở năm thứ t.

i : Tỷ suất hiện tại hóa.

n : Số năm nhận được thu nhập.

Công thức (1.3) chỉ ra rằng giá trị thực của một chứng khoán được xác định bằng tổng giá trị hiện tại của các khoản thu nhập trong tương lai mà chứng khoán có thể đem lại cho người sở hữu nó. Dựa vào công thức tổng quát này người ta thực hiện xác định giá trị cho từng loại chứng khoán cụ thể.

- Xác định giá trị thực của trái phiếu

Trái phiếu là một loại chứng chỉ vay nợ, thể hiện nghĩa vụ của người phát hành phải trả nợ cho người nắm giữ trái phiếu một số tiền lãi nhất định và khoản tiền gốc khi khoản vay đến hạn. Tùy theo tiêu thức đánh giá mà trái phiếu được chia thành nhiều loại khác nhau. Song đặc điểm chung và phổ biến của các loại trái phiếu là: có lợi tức cố định, có giá trị đáo hạn, thời hạn và thời điểm hoàn trả tiền lãi và vốn gốc thường được xác định từ trước.

Do đó, triển khai công thức (1.3) có thể tính toán được giá trị của số trái phiếu mà doanh nghiệp đã phát hành:

$$V_0 = \left[\frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} \right] + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (1.4)$$

Trong đó: P_n - Mệnh giá trái phiếu phải trả vào năm thứ n.

Vì lợi tức trái phiếu thường giữ ở mức ổn định hàng năm, chẳng hạn:

$R_1 = R_2 = \dots = R_t = \dots = R_n = R$. Cho nên, công thức (1.4) có thể được viết gọn lại như sau:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n} = Rx \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (1.5)$$

Với $\frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$ là thừa số hiện tại hóa và cũng là tổng các số hạng của một số nhân có công bội bằng $\frac{1}{1+i}$

Ví dụ: Xác định giá trị thực của một trái phiếu doanh nghiệp có mệnh giá là 100.000 đồng, thời hạn đáo hạn là 5 năm, lãi suất phải trả hàng năm là 10%, như sau:

$$V_0 = 10.000 \times 3,7908 + 100.000 \times 0,6209 = 99.998 \text{ đồng.}$$

- Xác định giá trị cổ phiếu

Cổ phiếu là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu một phần giá trị nhất định của cổ đông đối với công ty cổ phần.

Cũng như trái phiếu, cổ phiếu rất đa dạng và phong phú về chủng loại. Nhưng khác hẳn với trái phiếu, cổ phiếu nói chung hầu như không thể xác định trước được các khoản thu nhập dưới hình thức lợi tức cổ phần, cổ phiếu lại không có thời điểm đáo hạn, cổ đông chỉ có thể nhận về phần vốn của mình khi doanh nghiệp bị thanh lý, phá sản hoặc bán lại cổ phiếu vào một thời điểm nào đó trong tương lai.

Nhà đầu tư khi mua cổ phiếu thường mong đợi nhận được 2 dòng tiền trong thời gian nắm giữ cổ phiếu đó: *Cổ tức hàng năm và phần lãi vốn khi bán cổ phiếu* (chênh lệch giá mua và giá bán cổ phiếu). Nhưng giá bán cổ phiếu lại được quyết định bởi dòng cổ tức thu được trong tương lai, do đó giá cổ phiếu hiện tại có thể được xác định chỉ cần dựa trên dòng cổ tức thu được trong tương lai.

Giả định 1: Doanh nghiệp có thể chi trả lợi tức cổ phần một cách ổn định hàng năm. Tức là mức lợi tức trong tương lai luôn là một hàng số D và $t \Rightarrow \infty$

Khi đó:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} = D \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t} = \frac{D}{i} \quad (1.6)$$

Trong đó: D_t : Cổ tức năm t

D : Cổ tức trung bình một năm.

Giả định 2: Lợi tức cổ phiếu chi trả tăng đều hàng năm với tốc độ là g% (với $g < i$) và $t \Rightarrow \infty$.

Khi đó:
$$V_0 = \frac{D_t}{i + g} \quad (1.7)$$

Giả định 3: Lợi tức cổ phiếu chi trả hàng năm khác nhau tới năm n , từ năm $n+1$ trở đi tăng đều với tốc độ là $g\%$ (với $g < i$) và $t \Rightarrow \infty$.

Khi đó:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^n} \quad (1.8)$$

(Mô hình Gordon)

Trong đó: $V_n = \frac{D_{n+1}}{i - g}$ và V_n là giá trị doanh nghiệp năm thứ n .

Tỷ suất lợi nhuận mong đợi của nhà đầu tư (i) đối với từng loại doanh nghiệp khác nhau là khác nhau và phụ thuộc vào mức độ rủi ro của doanh nghiệp đó. Tỷ suất lợi nhuận mong đợi được tính bằng: $i = R_f + \beta \times R_p$

Trong đó:

R_f : Lãi suất phi rủi ro

β : Hệ số rủi ro

R_p : Mức bù rủi ro của cổ phần [21, tr.332-334]

❖ **Ưu điểm:**

- + Không cần quá nhiều giả thiết, dễ sử dụng,
- + Dễ dàng trong việc xác định D_t và tốc độ tăng trưởng của D_t
- + Với một số doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng không ổn định thông qua việc sử dụng mô hình Gordon nhiều giai đoạn thông qua việc xác định từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp: giai đoạn tăng trưởng cao, giai đoạn tăng trưởng ổn định áp dụng cho từng giai đoạn tăng trưởng.

❖ **Nhược điểm:**

- + Mô hình rất nhạy cảm với hệ số đầu vào: tốc độ tăng trưởng của D_t
- + Mô hình sẽ không sử dụng được nếu $g > i$
- + Mô hình sẽ khó áp dụng hoặc có thể không áp dụng được với các doanh nghiệp chưa thực hiện chi trả cổ tức trong quá khứ và sẽ đánh giá thấp giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp có xu hướng chi trả cổ tức thấp, sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư.
- + Giả định mà mô hình đưa ra không phải lúc nào cũng đúng vì trong thực tế ít có doanh nghiệp nào cổ tức tăng trưởng với một tỷ lệ nhất định và tồn tại mãi mãi.

❖ **Đối tượng áp dụng:** Phương pháp này thường được sử dụng để định giá các doanh nghiệp dựa trên dòng lợi tức cổ phần, khá thích hợp với các doanh nghiệp có chứng khoán được giao dịch trên thị trường, xác định giá trị tài sản thuần gặp nhiều khó khăn và những doanh nghiệp có tài sản hữu hình không đáng kể nhưng được đánh giá rất cao ở những giá trị vô hình, chẳng hạn như các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tư vấn, dịch vụ, tài chính, ngân hàng, bảo hiểm...; Đó cũng là những doanh nghiệp thường đa dạng hóa các hình thức đầu tư chứng khoán nhằm phân tán rủi ro và doanh nghiệp không yêu cầu có sự thay đổi quan trọng nào về vốn hoá trong tương lai.

1.2.2.1.3 Phương pháp hệ số giá thị trường trên thu nhập (P/E)

Phương pháp này dựa trên dự tính về khả năng sinh lời của doanh nghiệp và tính toán theo hệ số giá thị trường trên thu nhập.

$$\text{Công thức tính:} \quad V = P_g \times P/E \quad (1.9)$$

V : Giá trị doanh nghiệp

P_g : Lợi nhuận có thể đạt được

P/E : Hệ số giá thị trường trên thu nhập

Để xác định được giá trị doanh nghiệp thì cần phải xác định được:

- **Lợi nhuận có thể đạt được P_g :**

P_g được coi như lợi nhuận của bất cứ khoản đầu tư nào của doanh nghiệp. Nếu xem xét trên báo cáo kết quả kinh doanh thì đó chính là lợi nhuận trước thuế.

Tuy nhiên, lợi nhuận này chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố nên cần được điều chỉnh để xác định được mức lợi nhuận hợp lý nhất, phản ánh một cách chính xác nhất lợi nhuận thực tế của doanh nghiệp. Các điều chỉnh này được thực hiện với giả định "Going concern" có nghĩa là doanh nghiệp sẽ tiếp tục hoạt động như hiện tại.

- **Hệ số giá thị trường trên thu nhập (P/E)**

$$P/E = \frac{P_s}{EPS} \quad (1.10)$$

Trong đó:

P_s : Giá mua bán cổ phần trên thị trường

ESP : Thu nhập dự kiến của mỗi cổ phần hoặc lợi nhuận thuần cho mỗi cổ phiếu đang lưu hành. [3, tr.23-24]

Hệ số P/E cho biết để có được một đồng thu nhập từ cổ phiếu, người đầu tư phải bỏ ra bao nhiêu.

Nhà đầu tư thường ưa thích cổ phiếu có P/E cao vì điều đó chứng tỏ doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả nên thị trường trả giá cao.

P/E là thông tin của những công ty lớn được công bố thường xuyên trên thị trường và kể cả P/E trung bình của các doanh nghiệp cùng một lĩnh vực kinh doanh, có chứng khoán được giao dịch. Vì vậy, để định giá doanh nghiệp ở thời điểm hiện hành, cần phải sử dụng P/E ở các thời kỳ trước.

Một số yếu tố cần lưu ý khi ước tính hệ số P/E như: xu hướng của lợi nhuận; triển vọng tương lai của doanh nghiệp; các yếu tố tác động; tình trạng thanh khoản; tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu; kinh nghiệm quản lý...; Với những doanh nghiệp mà hệ số P/E không được công bố thì có thể tham khảo P/E của các doanh nghiệp cùng ngành có mức rủi ro tương ứng với doanh nghiệp cần định giá. Tuy nhiên cần phải điều chỉnh để đưa ra chỉ số chính xác, phù hợp với các đặc điểm của doanh nghiệp được định giá.

Sử dụng hệ số P/E để định giá doanh nghiệp mang nặng tính kinh nghiệm nhưng lại được sử dụng khá phổ biến trên các thị trường tài chính thế giới để ước lượng nhanh giá trị của một chứng khoán.

Ví dụ: Lợi nhuận thuần của một doanh nghiệp A đạt được trung bình trong nhiều năm qua là 400.000 USD. Doanh nghiệp có 200.000 cổ phần. Giá bán cổ phần trên thị trường ở thời điểm hiện hành là 60 USD. Ta có:

$$\text{Lợi nhuận trên một cổ phần} = \frac{400.000}{200.000} = 2 \text{ USD} \Rightarrow \text{PER} = \frac{60\text{USD}}{2\text{USD}} = 30$$

Điều đó có nghĩa là thị trường sẵn sàng trả 30 USD cho mỗi đồng lợi nhuận của doanh nghiệp A. Nói cách khác, thị trường tính giá trị hợp lý của một cổ phiếu bằng 30 lần số thu nhập mà cổ phiếu đó mang lại mỗi năm. Đó là sự trả giá của thị trường cho số thu nhập có thể nhận được từ doanh nghiệp. Giả định doanh nghiệp dự tính đạt được số lợi nhuận thuần trong tương lai hàng năm vào khoảng 500.000 USD. Giá bán cổ phần hiện hành không phải là 60 USD mà là 90 USD. Thì giá trị doanh nghiệp được tính như sau:

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = 500.000 \text{ USD} \times 30 = 15.000.000 \text{ USD}$$

$$\text{Giá trị thực ước tính của một cổ phiếu} = \frac{15.000.000}{200.000} = 75 \text{ USD}$$

Như vậy giá cổ phiếu trên thị trường hiện hành (90 USD) đã đi quá xa so với sự ước tính (75 USD).

Giá cả chứng khoán nói chung bị chi phối bởi rất nhiều yếu tố khác nhau. Hơn nữa, thu nhập mà các nhà đầu tư mong đợi không chỉ có lợi tức cổ phần mà còn ở chênh lệch giá mua bán, thu nhập từ quyền ưu tiên mua...

Vì vậy, để có thể sử dụng P/E trong việc định giá doanh nghiệp được niêm yết hoặc không được niêm yết trên thị trường chứng khoán, nhiều nhà kinh tế cho rằng cần phải kết hợp nó với nhiều hệ số khác ở những doanh nghiệp có chứng khoán giao dịch trên thị trường và có điều kiện SXKD tương tự, ví dụ trong bảng 1.3 dưới đây:

Bảng 1.3: Định giá doanh nghiệp A bằng cách so sánh với 3 doanh nghiệp X, Y, Z

Các tỷ số để so sánh	Doanh nghiệp X	Doanh nghiệp Y	Doanh nghiệp Z	Trung bình
- Doanh thu (triệu USD)	2.000	1.200	520	
- Lợi nhuận thuần (triệu USD)	120	60	20	
- Khấu hao + lợi nhuận thuần: (Cash- flows: CF) (triệu USD)	250	160	36	
Số lượng cổ phần	1.000.000	4.000.000	400.000	
- Doanh thu/ cổ phần (USD)	2.000	300	1.300	
-Lợi nhuận thuần/cổ phần (USD)	120	15	50	
- CF/ cổ phần (USD)	250	40	90	
-Giá cổ phần trên thị trường(USD)	1.200	240	600	
- Giá cổ phần/ doanh thu	60%	80%	46%	62%
- P/E	10,0	16,0	12,0	12,7
- Giá cổ phần/ CF	4,8	6,0	6,6	5,8

Giả định doanh nghiệp A trong những năm gần đây: Doanh thu trung bình đạt 1.500 triệu USD, lợi nhuận thuần đạt 80 triệu USD và khấu hao TSCĐ trích lập hàng năm 120 triệu USD, thì giá trị doanh nghiệp A có thể được ước tính theo Bảng 1.4 dưới đây:

Bảng 1.4: Ước tính giá trị doanh nghiệp A

- Ước tính theo doanh thu	$1.500 \times 62\% = 930$ triệu USD
- Ước tính theo P/E	$80 \times 12,7 = 1.016$ triệu USD
- Ước tính theo CF	$(120 + 80) \times 5,8 = 1.160$ triệu USD
- Giá trị trung bình của doanh nghiệp A	1.035 triệu USD

❖ **Ưu điểm:**

+ Phương pháp P/E là được sử dụng khá phổ biến tại các nước đã xây dựng và phát triển được thị trường chứng khoán vì nó cho phép có thể ước tính một cách nhanh chóng và tương đối tin cậy về giá trị doanh nghiệp, giúp nhà đầu tư có thể ra quyết định một cách kịp thời trong hoạt động của nhà đầu tư thiếu số trên thị trường thứ cấp.

+ Bản chất của phương pháp P/E là sử dụng giá trị thị trường để ước tính giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, nếu thị trường chứng khoán hoạt động ổn định, các yếu tố đầu cơ có thể giảm tới mức thấp nhất, thì phương pháp P/E sẽ trở thành một phương pháp đánh giá rất thông dụng.

❖ **Hạn chế:**

+ Định giá doanh nghiệp bằng hệ số P/E có cơ sở lý thuyết chưa được rõ ràng, mang nặng tính kinh nghiệm. Ngay với một thị trường chứng khoán được tổ chức một cách tốt nhất hiện nay cũng không tránh khỏi có yếu tố đầu cơ trên thị trường thứ cấp ảnh hưởng đến giá chứng khoán. Chính vì vậy, sử dụng P/E người ta không khỏi nghi ngại về kết quả định giá doanh nghiệp.

+ Hệ số P/E không thể giải thích được vì sao cũng là một đồng lợi nhuận nhưng ở doanh nghiệp này P/E = 10, tức là được trả với giá gấp 10 lần, trong khi với doanh nghiệp khác, thị trường lại sẵn sàng trả tới 30 lần hoặc hơn nữa.

+ Phương pháp P/E không đưa ra được những cơ sở để các nhà đầu tư phân tích, đánh giá về khả năng tăng trưởng và rủi ro tác động tới giá trị doanh nghiệp.

❖ **Đối tượng áp dụng:** Thường áp dụng đối với các doanh nghiệp đã niêm yết trên thị trường chứng khoán vì dễ dàng xác định được tỷ số P/E của doanh nghiệp.

1.2.2.1.4 Phương pháp hiện tại hoá lợi nhuận thuần (PV)

Giá trị của một doanh nghiệp được đo bằng độ lớn của các khoản lợi nhuận thuần có thể mang lại cho chủ sở hữu trong suốt thời gian tồn tại của doanh nghiệp.

Để tạo sự nhất quán trong việc đánh giá các khoản lợi nhuận thuần phát sinh ở các thời điểm khác nhau trong tương lai bằng việc thực hiện quy đổi lợi nhuận về một thời điểm hiện tại theo một lãi suất nhất định (tỷ suất hiện tại hóa). Vì vậy giá trị doanh nghiệp sẽ tính bằng công thức 1.11

$$V_0 = \frac{Pr_1}{(1+i)} + \frac{Pr_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{Pr_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{Pr_t}{(1+i)^t} \quad (1.11)$$

Trong đó:

V_0 : Giá trị doanh nghiệp

Pr_t : Lợi nhuận thuần năm thứ t

Công thức (1.11) được đơn giản hóa bằng cách coi lợi nhuận thuần hàng năm bằng nhau: $Pr_1 = Pr_2 = \dots = Pr_n = Pr$ và cho $n \rightarrow \infty$, với giả định doanh nghiệp có thể tồn tại mãi mãi.

Khi đó, có thể viết lại công thức (1.11) như sau:

$$V_0 = \frac{Pr_1}{(1+i)} + \frac{Pr_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{Pr_n}{(1+i)^n} = Pr \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t} \quad (1.12)$$

Công thức (1.12) là tổng các số hạng của một cấp số nhân có công bội bằng

$$\frac{1}{(1+i)^t}, \text{ do đó: } V_0 = \frac{Pr}{i} \quad [3, \text{tr. 42-43}]$$

Trong đó:

+ Pr: là khoản lợi nhuận thuần có thể đạt được hàng năm trong tương lai. Việc xác định Pr thường dựa vào bình quân lợi nhuận thuần của doanh nghiệp từ 3 đến 5 năm trong quá khứ. Khi số liệu quá khứ còn tin cậy và các điều kiện về môi trường kinh doanh, năng lực quản trị của doanh nghiệp không có những biến động lớn so với hiện tại và dự kiến trong tương lai thì số liệu đó sẽ được chấp nhận đưa vào tính toán.

Tuy nhiên, số liệu về lợi nhuận thuần phản ánh trên các báo cáo thu nhập hàng năm thường không sử dụng được ngay để tính toán và dự báo. Trong thực tế, tại các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, các chuyên gia định giá phải thực hiện một số điều chỉnh nhất định nhằm đánh giá đúng lợi nhuận thuần mà doanh nghiệp đã đạt được trong quá khứ, cụ thể:

- Trích khấu hao TSCĐ thường phải tính lại vì các doanh nghiệp trích khấu hao trên nguyên giá chưa được đánh giá lại tại thời điểm định giá doanh nghiệp. Thời hạn trích khấu hao, phương pháp trích khấu hao cũng có thể có sự khác nhau giữa các năm và giữa các đơn vị trực thuộc doanh nghiệp. Do vậy cần điều chỉnh để phản ánh đúng mức độ hao mòn phù hợp với thực tế của TSCĐ và xác định đúng lợi nhuận thuần của doanh nghiệp. Nhất là đối với các doanh nghiệp có chi nhánh ở nước ngoài thường phải áp dụng các phương pháp khấu hao theo chế độ kế toán tại nước sở tại.

- Điều chỉnh loại trừ các khoản thu nhập bất thường hoặc cộng gộp vào lợi nhuận các khoản chi phí bất thường không phản ánh đúng xu thế chung của hoạt động SXKD như lãi phát sinh lớn quá mức bình thường, tiền lương vượt trội, các khoản tiền thưởng vượt trội của một số lãnh đạo doanh nghiệp.

- Lợi nhuận thuần trong kế toán cao hay thấp còn phụ thuộc vào phương pháp tính giá hàng tồn kho và việc phân bổ các chi phí cho hàng tồn kho ở cuối niên độ kế toán theo tiêu thức nào. Vì vậy, cần có sự điều chỉnh thống nhất tiêu thức phân bổ chi phí giữa các kỳ kinh doanh khác nhau để phản ánh đúng lợi nhuận thực.

Việc điều chỉnh cần theo nguyên tắc rà soát lại cách thức hạch toán doanh thu, các khoản mục chi phí nhằm tìm ra khoản lợi nhuận thuần trên góc độ tài chính để chỉ ra được những khoản thu nhập thực tế mà người mua kỳ vọng từ doanh nghiệp.

Sau khi thực hiện việc điều chỉnh lợi nhuận quá khứ, chuyên gia có thể sử dụng phương pháp bình quân số học hoặc bình quân gia quyền để xác định lợi nhuận thuần trong tương lai như sau:

Cách 1: Dựa vào số liệu lợi nhuận thuần đã điều chỉnh để tính theo phương pháp số học như Bảng 1.5 dưới đây

Bảng 1.5 Lợi nhuận thuần của doanh nghiệp A trong 3 năm

Năm	t	t+1	t+2
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	16	20	24

$$Pr = \frac{16 + 20 + 24}{3} = 20 \text{ (tỷ đồng)}$$

Cách 2: Xác định Pr bằng phương pháp bình quân gia quyền có trọng số.

Trên quan điểm lợi nhuận của các năm càng gần so với thời điểm hiện tại càng phải lấy trọng số cao hơn vì nó phản ánh chính xác hơn năng lực hiện tại của doanh nghiệp. Việc lựa chọn trọng số phụ thuộc vào tính chủ quan của người đánh giá.

Ví dụ: Vẫn theo ví dụ trên. Năm t+2 lấy trọng số là 3, năm thứ t+1 lấy trọng số là 2, năm t lấy trọng số là 1, ta có: $Pr = \frac{16 \times 1 + 20 \times 2 + 24 \times 3}{6} = 21 \text{ (tỷ đồng)}$

Ngoài ra, còn dùng phương pháp tương quan hồi quy để nhằm vừa tìm ra mức lợi nhuận trung bình, vừa phản ánh được xu hướng biến động của khoản lợi nhuận này trong tương lai. Về bản chất phương pháp này cũng dựa vào việc xử lý số liệu trong quá khứ để định ra xu hướng cho tương lai.

+ i : là tỷ suất hiện tại hóa (hay còn gọi là tỷ suất chiết khấu)

Việc xác định tỷ suất hiện tại hóa (i) cần lưu ý là phải chọn một mức lãi suất vừa phản ánh được yếu tố thời giá của tiền tệ, phản ánh được chi phí cơ hội của đồng vốn và phản ánh được các mức độ rủi ro mà người mua phải gánh chịu khi đầu tư vốn vào doanh nghiệp. Như vậy, để xác định tỷ suất hiện tại hóa (i) cần phải xây dựng một lý thuyết về chi phí sử dụng vốn, lý thuyết về rủi ro, lý thuyết về thời giá của tiền tệ. Đó là những lý thuyết cũng đang gây nên nhiều tranh cãi. Trong thực tế, tỷ suất chiết khấu có thể được chọn là lãi suất trái phiếu kho bạc, lãi suất cho vay dài hạn hoặc

được tính bằng nghịch đảo của chỉ số P/E. Tùy từng doanh nghiệp, theo kinh nghiệm, tỷ suất hiện tại hóa thường biến động trong khoảng từ 15% đến 30%.

❖ **Ưu điểm:**

+ Giá trị doanh nghiệp được ước tính trên cơ sở lợi nhuận thuần sẽ đáng tin cậy hơn cơ sở lợi tức cổ phần vì việc ước tính lợi nhuận sau thuế trong tương lai dễ dàng hơn so với khi phải dự báo lợi tức cổ phần do không cần phải tính đến sự chi phối của chính sách, định hướng phân chia lợi tức cổ phần của doanh nghiệp.

+ Những doanh nghiệp ít cơ hội đầu tư mới, sẽ giúp cho các chuyên gia đánh giá ước lượng với độ chính xác cao chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp, bằng cách dựa vào thời gian khấu hao trung bình của TSCĐ, thay cho giả thuyết cho $n \rightarrow \infty$.

❖ **Hạn chế:**

+ Thu nhập thực tế của nhà đầu tư thiểu số là ở lợi tức cổ phần chứ không phải là toàn bộ lợi nhuận thuần. Mặt khác lợi nhuận thuần trong phương pháp này là lợi nhuận kế toán đã được điều chỉnh lại theo các phương pháp đã nêu ở trên nên không chỉ ra chính xác thời điểm phát sinh khoản thu nhập. Do đó, nó cũng không phù hợp với quan điểm nhìn nhận về dòng tiền của nhà đầu tư đa số.

- Với giả thuyết $n \rightarrow \infty$ là không phù hợp trong thực tế. Việc ước tính tỷ suất hiện tại hóa trên cơ sở lý thuyết rủi ro còn nhiều tranh luận.

- Việc điều chỉnh số liệu quá khứ để rút ra quy luật của lợi nhuận trong tương lai cũng không phù hợp với cách nhìn chiến lược về doanh nghiệp. Nhất là khi doanh nghiệp đó mới thành lập, chưa có quá khứ để xem xét, còn chưa bước sang giai đoạn trưởng thành và chín muồi để có thể đạt được lợi nhuận hàng năm ổn định.

❖ **Đối tượng áp dụng:** Thường áp dụng cho các doanh nghiệp không có nhiều tài sản để khấu hao, khả năng tích lũy vốn từ lợi nhuận để lại là không đáng kể hoặc những doanh nghiệp không tìm thấy các cơ hội đầu tư hoặc doanh nghiệp đã hoạt động có dòng lợi nhuận trong tương lai tương đối ổn định như kinh doanh khách sạn.

1.2.2.1.5 Phương pháp Dòng tiền vốn chủ (FCFE)

Về mặt phương pháp luận, phương pháp dòng tiền vốn chủ hay còn gọi là dòng tiền tự do vốn chủ, quan tâm đến tổng các dòng tiền ròng nhập vào vốn chủ sở hữu. Ưu điểm của phương pháp này là phản ánh được khả năng sinh lời từ bên Nguồn vốn của Bảng cân đối kế toán.

Phương pháp này gồm:

1. Tính toán dòng tiền ròng nhập vào vốn chủ sở hữu.
2. Khấu hao chúng theo chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Phương pháp này được mô tả cụ thể như Biểu đồ 1.1 dưới đây:

Dòng tiền Báo cáo kết quả kinh doanh	Dòng tiền từ Bảng cân đối kế toán	
	Nguồn	Sử dụng
Thu từ lãi cho vay + Thu từ phí dịch vụ - Chi phí lãi đi vay - Dự phòng nợ khó đòi + Thu từ các khoản không lãi suất - Chi từ các khoản không lãi suất + Thu kinh doanh ngoại tệ - Thuế = Thu nhập ròng + Thu nhập bất thường + Khấu hao	Vay nợ - Dự phòng = Vay ròng phải trả + Tăng tài khoản tiền gửi + Tăng nợ bên ngoài + Tăng các nghĩa vụ khác + Tăng các khoản phải trả	Các khoản nợ mới + Tăng chứng khoán nắm giữ + Tăng các khoản phải thu + Tăng tài sản thuần hữu hình + Tăng các tài sản khác - Giảm tài khoản tiền gửi - Giảm nợ bên ngoài



= Dòng tiền từ h/đ KD + Nguồn TS - Sử dụng TS

= Dòng tiền ròng nhập vào vốn chủ sở hữu

(dòng tiền này làm tăng giá trị vốn chủ sở hữu của ngân hàng)

Biểu đồ 1.1: Dòng tiền thuần được xác định cho phương pháp FCFE

Để tính toán thu nhập ròng trong dòng tiền ròng, người ta sử dụng 2 mô hình là Mô hình thu nhập và Mô hình chênh lệch lãi suất. Giả định có 1 ngân hàng ABC có bảng cân đối kế toán rút gọn (bao gồm lãi suất cho vay: 12%, lãi suất đi vay: 5%, chi phí cơ hội của tiền: 8%) theo bảng 1.6 như sau:

Bảng 1.6: Bảng cân đối kế toán rút gọn của ngân hàng

Khoản mục	Giá trị (triệu USD)	Lãi suất (%)
A. Tài sản:	1.053	-
+ Tiền	120	- 8%
+ Các khoản cho vay	933	12%
B. Nguồn vốn:	1.053	-
+ Đi vay, nhận mở tài khoản	1.000	- 5%
+ Vốn chủ sở hữu	53	8%

Khi đó thu nhập để tính dòng tiền thuần được xác định theo 2 mô hình như sau:

Mô hình thu nhập (Income Model)		Mô hình chênh lệch lãi suất (Spread Model)	
+ Thu nhập từ lãi	12% * 933 = 111,96	+ Chênh lệch lãi từ cho vay	(12% - 8%) * 933 = 37,32
- Chi phí từ lãi	5% * 1000 = 50	+ Chênh lệch lãi từ đi vay	(8% - 5%) * 1000 = 30,00
- Các chi phí khác	48	+ Chênh lệch lãi vốn CSH	(8% - 0%) * 53 = 4,24
= Lợi nhuận trước thuế	13,96	- Chênh lệch lãi giữ tiền	(8% - 0%) * 120 = 9,60
- Thuế (thuế suất 40%)	3,9	- Các chi phí khác	48
= Thu nhập ròng	10,06	= Lợi nhuận trước thuế	13,96
		- Thuế (thuế suất 40%)	3,9
		= Thu nhập ròng	10,06

Biểu đồ 1.2: Thu nhập để tính dòng tiền thuần cho 2 mô hình

Công thức xác định chi phí sử dụng vốn chủ:

$$R = R_f + \beta \times R_p \quad (1.13)$$

Trong đó:

R_f : Lãi suất phi rủi ro (hay tỷ suất đầu tư không rủi ro)

β : Hệ số rủi ro (hay rủi ro hệ thống của cổ phần)

R_p : Mức bù rủi ro (hay tỷ suất rủi ro của thị trường) [56, tr. 429-431]

Giả sử R_f là 7%; β là 10% và R_p là 20% thì $R = 8\% + 10\% (20-8\%) = 9,2\%$

Khi đó giá trị doanh nghiệp là: $V_0 = \frac{VCSH + FCFE}{R} = \frac{53 + 10,06}{9,2\%} = 685$ triệu USD

- ❖ **Ưu điểm:** Phương pháp này xác định phù hợp các dòng tiền sinh lời dựa trên nguồn vốn kinh doanh lưu động, đặc biệt là trong lĩnh vực dịch vụ tài chính và phản ánh được khả năng sinh lời từ bên Nguồn vốn của Bảng cân đối kế toán.
- ❖ **Hạn chế:** Phương pháp này phụ thuộc nhiều vào lãi suất đi vay, lãi suất cho vay (ngắn hạn, dài hạn) và việc xác định chi phí cơ hội do cảm tính và kinh nghiệm.
- ❖ **Đối tượng áp dụng:** Thường được áp dụng đối với loại hình doanh nghiệp dịch vụ tài chính như quỹ đầu tư, ngân hàng, bảo hiểm...

1.2.2.2. Nhóm phương pháp dựa trên cơ sở thị trường

Trong nền kinh tế thị trường, khi các doanh nghiệp được đưa ra mua bán có nhiều điểm tương tự nhau nên có thể so sánh được. Do đó, có thể sử dụng kết quả định giá của các doanh nghiệp tương tự để phân tích, so sánh và tính toán. Đây là cơ sở để hình thành nên các phương pháp định giá dựa trên cơ sở thị trường.

Nhóm phương pháp này gồm 4 phương pháp chủ yếu:

- Phương pháp tài sản
- Phương pháp so sánh (Peer Valuation)
- Phương pháp chi phí
- Phương pháp lợi thế kinh doanh (Goodwill)

1.2.2.2.1. Phương pháp tài sản

Phương pháp này cho rằng giá trị của một doanh nghiệp bằng tổng các giá trị của từng loại tài sản riêng biệt trừ đi các khoản nợ của doanh nghiệp đó.

Căn cứ định giá doanh nghiệp là: các chứng từ; sổ sách kế toán; báo cáo tài chính của doanh nghiệp những năm gần nhất; báo cáo kiểm kê tài sản, vật tư hàng hoá, tiền vốn; biên bản đối chiếu công nợ... ; Một số loại hình định giá của phương pháp này như dựa trên việc bán tài sản của doanh nghiệp; dựa trên việc thanh lý tài sản; dựa trên giá trị tài sản ròng. Tuy nhiên với giả định là doanh nghiệp "hoạt động liên tục" lên trong luận án sẽ chỉ đề cập đến phương pháp định giá doanh nghiệp theo giá trị tài sản ròng. Khi đó:

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = \text{Giá trị tài sản ròng} + \text{Giá trị lợi thế} \quad (1.14)$$

- **Xác định giá trị tài sản ròng**

Cách 1 : Căn cứ vào giá thị trường

Khi đó, giá trị tài sản ròng chính là giá bán tất cả các bộ phận cấu thành tài sản của doanh nghiệp trên thị trường (nhà cửa, đất đai, máy móc, thiết bị, hàng hoá...) vào thời điểm định giá doanh nghiệp sau khi đã trừ đi các khoản nợ của doanh nghiệp. Giá thị trường được xác định cho từng tài sản riêng biệt. Giá trị tài sản ròng được xác định theo công thức :

$$NAV = \sum_{i=1}^n A_i \quad (1.15)$$

Trong đó:

NAV: Tổng giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp tính theo giá thị trường tại thời điểm định giá.

A_i : Giá thị trường của tài sản i tại thời điểm định giá.

n : Tổng số các loại tài sản.

Cách 2 : Căn cứ vào giá trị sổ sách

$$\text{Giá trị tài sản ròng} = \text{Tổng giá trị tài sản} - \text{Các khoản nợ} \quad (1.16)$$

Tổng giá trị tài sản được xác định dựa vào số liệu trên bảng cân đối kế toán, loại trừ các khoản không còn giá trị như nợ khó đòi.

Các khoản nợ của doanh nghiệp bao gồm các khoản nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, các khoản phải trả khách hàng, trả công nhân viên, thuế và các khoản phải nộp Nhà nước, chi phí phải trả, phải trả nội bộ và các khoản nợ khác. Các khoản nợ này được phản ánh ở phần nguồn vốn trên bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp.[24, tr. 16-17]

- **Xác định giá trị lợi thế**

Giá trị lợi thế là các yếu tố phi vật chất được cấu thành từ TSVH của doanh nghiệp. Với giá trị lợi thế, doanh nghiệp có thể thu được mức lợi nhuận cao hơn so với các doanh nghiệp khác hoạt động trong cùng ngành. Giá trị lợi thế được đánh giá tùy thuộc vào thành tựu trong quá khứ cũng như tiềm năng phát triển của doanh nghiệp.

+ Nếu giá trị lợi thế đã được đánh giá vào sổ sách kế toán thì lấy theo số dư thực tế trên sổ sách kế toán để tính vào giá trị doanh nghiệp.

+ Nếu chưa xác định được giá trị lợi thế thì tính căn cứ vào tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch bình quân của n năm (thường là 5 năm) liên kế với thời điểm định giá .

Trong đó :

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận b. quân} = \frac{\text{Tổng lợi nhuận 5 năm của doanh nghiệp}}{\text{Tổng nguồn vốn 5 năm của doanh nghiệp}} \times 100\%$$

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch} = \text{Tỷ suất lợi nhuận bình quân năm của doanh nghiệp} - \text{Tỷ suất lợi nhuận bình quân n năm của doanh nghiệp cùng ngành nghề}$$

$$\text{Giá trị lợi thế} = \frac{\text{Vốn sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp theo sổ sách kế toán bình quân n năm liên kế}}{\text{Tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch}} \quad (1.17)$$

- ❖ **Ưu điểm:**

+ Đơn giản, dễ tính toán vì nó phản ánh tương đối đầy đủ và trực quan giá trị các tài sản hiện có của doanh nghiệp theo mức giá thị trường.

+ Với doanh nghiệp độc lập, qui mô nhỏ sẽ hiệu quả tốn ít thời gian và chi phí.

- ❖ **Nhược điểm:**

+ Phương pháp này đã bỏ qua phần lớn các yếu tố phi vật chất nhưng lại có giá trị thực sự và nhiều khi lại chiếm tỷ trọng rất lớn trong giá trị doanh nghiệp, như: thương hiệu, bằng sáng chế, công nghệ độc quyền, trình độ quản lý, trình độ công

nhân, uy tín, thị phần... của doanh nghiệp. Đó có thể là những doanh nghiệp có tài sản không đáng kể nhưng triển vọng sinh lời lại rất cao.

+ Với phương pháp này doanh nghiệp được xem như tập hợp rời rạc các loại tài sản vào với nhau và không xem xét mối quan hệ hữu cơ giữa chúng. Điều đó có nghĩa là sẽ đánh giá doanh nghiệp trong một trạng thái tĩnh và không được coi như một thực thể, một tổ chức đang tồn tại, hoạt động và phát triển.

+ Phương pháp này không cung cấp và xây dựng được những cơ sở thông tin cần thiết để các bên có liên quan đánh giá về triển vọng sinh lời của doanh nghiệp.

❖ **Đối tượng áp dụng:**

+ Thường áp dụng trong trường hợp thị trường chứng khoán chưa phát triển hoặc đang trong giai đoạn đầu phát triển; hoặc thiếu thông tin lịch sử về tình hình hoạt động của doanh nghiệp; hoặc việc thu thập thông tin để sử dụng các phương pháp định giá khác gặp khó khăn và không đủ tin cậy.

+ Những doanh nghiệp độc lập hoặc có thu nhập và dòng tiền dự đoán là âm. Khi đó, giá trị doanh nghiệp chỉ đơn thuần là giá trị thanh lý của tài sản.

+ Những doanh nghiệp khó dự đoán tình hình SXKD trong tương lai.

1.2.2.2.2. Phương pháp so sánh (Peer Valuation)

Phương pháp này đặc trưng của việc so sánh dựa trên cơ sở thị trường. Trên cơ sở phân tích số liệu sẵn có của các doanh nghiệp trên thị trường để áp dụng cho doanh nghiệp cần định giá như xác định giá trị cổ phiếu trên cơ sở thông tin hiện tại trên thị trường cũng như khả năng chấp nhận của nhà đầu tư đối với giá cổ phần của một doanh nghiệp. Trên cơ sở so sánh với các doanh nghiệp tương đương cùng ngành thông qua chỉ số lợi nhuận trên vốn (P/E), Lợi nhuận trên dòng tiền (P/CF), Lợi nhuận trên doanh thu (P/sales), Lợi nhuận trên tỷ suất sức mua ngang nhau (P/PPP)...

Ngoài việc so sánh với các doanh nghiệp khác trên thị trường còn phải phân tích, nghiên cứu các tỷ suất hoạt động của doanh nghiệp cần định giá trong lịch sử để đảm bảo các tỷ suất được sử dụng phù hợp với điều kiện hiện tại của doanh nghiệp.

Để thực hiện định giá theo phương pháp so sánh cần phải:

+ Lựa chọn các công ty cùng nhóm ngành và có các đặc điểm tương đồng về: Vốn ; Tổng tài sản ; Mức độ rủi ro; Hiệu quả hoạt động; Mục tiêu phát triển..

+ Lựa chọn các chỉ số để so sánh phù hợp : P/E, P/BV, P/CF, P/Sales, P/PPP...

Các điều kiện cần tuân thủ

+ *Giá cổ phần*: Các chỉ số so sánh thường áp dụng giá hiện tại trên thị trường hoặc cũng có thể sử dụng giá trung bình trong 6 tháng hoặc 1 năm trước đó.

+ *Tính thống nhất*: Để đảm bảo việc so sánh có ý nghĩa cần áp dụng nhất quán cách tính các chỉ số cho tất cả các công ty trong nhóm lựa chọn.

+ *Sai số trong ước lượng các chỉ số so sánh*: Với mỗi chỉ số tương đối, luôn có khả năng tồn tại các công ty mà không thể tính được chỉ số này. Ví dụ, đối với chỉ số P/E, khi thu nhập ròng của công ty âm (thua lỗ) chỉ số P/E sẽ không có ý nghĩa.

Có 3 giải pháp cho vấn đề này: (1) hiệu chỉnh chủ quan; (2) sử dụng tỷ số so sánh điều chỉnh; và (3) áp dụng phương pháp hồi quy tuyến tính. Giải pháp thứ ba là ưu việt hơn cả vì nó cho phép lượng hoá sự khác biệt về ba tiêu chí cơ bản: tốc độ tăng trưởng, mức độ rủi ro, và dòng tiền giữa các công ty trong cùng một ngành dựa trên số liệu của thị trường. [1, tr 7-9]

Căn cứ vào các yếu tố cơ bản xác định các tỷ số so sánh để có thể tiến hành hồi quy như sau: **P/E = f (Tốc độ tăng trưởng, Tỷ lệ cổ tức, Mức độ rủi ro)** (1.18)

Phương pháp này được thực hiện qua các bước sau:

Bước 1: Xác định các doanh nghiệp so sánh được

Phạm vi so sánh cần được thu hẹp để có thể có được kết quả so sánh hợp lý. Ví dụ IBM là đối thủ cạnh tranh tương đương với Compaq về máy tính cá nhân nhưng IBM lại có mức độ sản xuất và tiêu thụ máy tính cá nhân cao hơn Compaq rất nhiều. Do vậy sẽ không phù hợp nếu so sánh tương đương giữa 2 doanh nghiệp này.

Các đối thủ cạnh tranh (có niêm yết trên thị trường chứng khoán) của Compaq tập trung chủ yếu vào sản phẩm máy tính để bàn bao gồm Apple, AST Research và Dell. Dell bị lỗ năm 1995 nên lợi nhuận trên cổ phiếu quá khứ của nó không có ý nghĩa. AST không có thương hiệu mạnh như Compaq nên lợi nhuận gộp của nó nhỏ hơn. Apple duy trì được hình ảnh thương hiệu tốt và tỷ lệ lợi nhuận cao trong quá khứ nhưng đang có những điều chỉnh chậm hơn Compaq trong thị trường mới. Do đó, trong khi Compaq đã có được lợi nhuận cao hẳn lên trong năm 1995 thì ngược lại, trong một hoặc hai năm tới sự tăng trưởng lợi nhuận của Apple có thể chỉ ở mức độ hết sức dè dặt. Những yếu tố này ảnh hưởng tới tính so sánh được của một số chỉ tiêu.

Để giảm thiểu sự khác biệt giữa các doanh nghiệp là tính bình quân hệ số giá của tất cả các doanh nghiệp đó. Tuy nhiên, trước khi tính bình quân cần phải tập hợp danh sách các doanh nghiệp có tính tương đồng và có thể so sánh, như tại Bảng 1.7:

**Bảng 1.7 - Hệ số giá của Compaq và các doanh nghiệp có thể so sánh
thời điểm kết thúc năm tài chính 1995.**

Hệ số giá	Compaq	AST	Apple	Dell
Hệ số giá thị trường của cổ phiếu/Lợi nhuận trên cổ phiếu quá khứ – trailing PE – Price/Earnings ratio (dựa trên báo cáo 4 quý gần nhất về lợi nhuận trên cổ phiếu)	14,3	17,4	12,7	(*)
Hệ số giá thị trường của cổ phiếu/lợi nhuận trên cổ phiếu tương lai – leading PE (dựa trên dự báo lợi nhuận trên cổ phiếu 1996)	11,5	12,6	18,1	12,6
Hệ số giá thị trường của VCSH/doanh thu – PS – Price-to-Sales ratio ¹ (dựa trên báo cáo 4 quý gần nhất về doanh thu)	0,89	0,50	0,44	0,36
Hệ số giá thị trường của VCSH/doanh thu- PS (dựa trên sự báo doanh thu 1996)	0,75	0,34	0,39	0,27
Hệ số giá thị trường/giá trị sổ sách của VCSH – Price-to-book ratio (theo báo cáo của quý mới nhất)	2,48	2,22	1,72	2,61
Hệ số giá thị trường của VCSH/dòng tiền – Price-to-cashflows ratio ² (dựa trên số liệu EBITDA năm 1995)	6,7	9,5	4,6	(*)

(Nguồn: Báo cáo tư vấn Mua bán & Sát nhập 1999- Deloitte LLP-Sandiego)

¹ (Giá thị trường của VCSH + Nợ phải trả)/Doanh thu

² (Giá thị trường của VCSH + Nợ phải trả)/Lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao

Bước 2: Sử dụng số liệu dự tính hay quá khứ

Do giá cả được xác định dựa trên dự kiến về hoạt động trong tương lai nên việc sử dụng số liệu quá khứ chỉ có ý nghĩa khi các số liệu này được xem là các chỉ số của tương lai. Nếu có sẵn các số liệu dự tính đáng tin cậy thì nên sử dụng các số liệu dự tính thay vì sử dụng các số liệu quá khứ. Tuy nhiên, các số liệu dự toán này thường chỉ có ở các doanh nghiệp có qui mô lớn.

Bước 3: Điều chỉnh các chỉ tiêu cho Nợ phải trả

Các chỉ tiêu về hệ số giá nên được xác định sao cho có sự nhất quán giữa tử số và mẫu số. Về nguyên tắc khi tính toán các chỉ tiêu này là sử dụng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu làm tử số. Tính nhất quán sẽ áp dụng với các chỉ tiêu mà mẫu số thể hiện kết quả hoạt động của doanh nghiệp trước những ảnh hưởng của nợ phải trả. Ví dụ: chỉ tiêu Price/sales, hoặc các chỉ tiêu liên quan đến lợi nhuận kinh doanh hoặc lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh. Khi đó, ở phần tử số của các chỉ tiêu, ngoài

giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cần phải được cộng thêm giá trị thị trường của nợ phải trả. Ví dụ, đối với AST Research, hệ số price-to-sales được tính như sau:

$$\begin{aligned} & (\text{Giá thị trường của VCSH} + \text{Nợ phải trả}) / \text{Doanh thu} \\ &= [(\text{Giá cổ phiếu} * \text{Số cổ phiếu}) + \text{Nợ phải trả}] / \text{Doanh thu} \\ &= [(\$23 * 31.600.000) + 92.000.000] / 1.645.000.000 \\ &= 0,50 \end{aligned} \quad [58, \text{tr. 216-217}]$$

Bước 4: Diễn giải và so sánh các chỉ số

Cần so sánh đặc điểm của các doanh nghiệp và đưa ra những đánh giá về giá trị thị trường của doanh nghiệp đang được quan tâm. Ví dụ đối với Compaq bằng cách so sánh các hệ số giá của Compaq với các hệ số giá của các doanh nghiệp khác để có thể đưa ra các nhận định là thị trường đang đánh giá Compaq cao hơn hay thấp hơn thực lực của nó. Lưu ý là giá trị thị trường ước tính không nên lấy là một giá trị cụ thể mà nên lấy trong một khoảng thì mức độ tin cậy sẽ cao hơn.

❖ **Ưu điểm:** Phản ánh đúng thực tế thị trường đối với giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp được định giá. Với nhiều chỉ số có thể sử dụng để so sánh, phương pháp định giá so sánh có thể sử dụng cho hầu hết các doanh nghiệp, với đặc điểm khác nhau. Đây là phương pháp đơn giản, tuy nhiên, cần tuân thủ các điều kiện khi lựa chọn các doanh nghiệp để so sánh nhằm tránh dẫn đến kết quả sai lệch.

❖ **Hạn chế:** Không tính tới giá trị tương lai của doanh nghiệp và mất nhiều thời gian trong việc lựa chọn các doanh nghiệp có chung đặc điểm cùng ngành để so sánh. Ngoài ra, nếu không lựa chọn đúng, dễ dàng dẫn đến kết quả định giá sai.

❖ **Đối tượng áp dụng:** Phương pháp này phù hợp trong việc định giá các doanh nghiệp không niêm yết trên thị trường chứng khoán với cơ sở số liệu chủ yếu là các báo cáo tài chính và thông tin trên thị trường chứng khoán.

1.2.2.2.3. Phương pháp chi phí

Phương pháp chi phí là phương pháp định giá doanh nghiệp trên cơ sở các chi phí bỏ ra để có được doanh nghiệp tương tự. Phương pháp này dựa trên quan điểm cho rằng nhà đầu tư sẽ không bỏ ra nhiều chi phí hơn để lập một doanh nghiệp tương tự trong điều kiện thị trường mở.

Quy trình thực hiện:

Bước 1: Xác định hiện trạng của doanh nghiệp

Là tiền đề để tính toán các chi phí thực tế và hợp lý. Cần xác định được:

+ Hiện trạng tài sản (cố định và lưu động) của doanh nghiệp về số lượng, chủng loại, đặc điểm, mức độ hao mòn (đối với tài sản cố định)...

+ Hiện trạng lao động của doanh nghiệp: số lượng, trình độ...

+ Hiện trạng tài chính: kết quả kinh doanh, các chỉ số tài chính, công nợ phải thu, phải trả.

Bước 2: Xác định chi phí thay thế

Chi phí thay thế bao gồm chi phí thay thế tài sản, chi phí tiếp thị quảng cáo, chi phí đào tạo lao động và các chi phí khác để thành lập được doanh nghiệp.

+ Chi phí thay thế tài sản cố định được xác định là hiệu số giữa chi phí đầu tư, mua sắm tài sản cố định thay thế và giá trị hao mòn theo công thức:

$$C_{tc} = \sum_{i=1}^n C_i (1 - H_i) \quad (1.19)$$

C_{tc} : Chi phí thay thế tài sản cố định

C_i : Chi phí đầu tư mua sắm tài sản cố định thay thế thứ i

H_i : Tỷ lệ hao mòn của tài sản cố định thứ i

n : Số lượng tài sản cố định của doanh nghiệp

+ Xác định chi phí thay thế tài sản lưu động căn cứ vào hiện trạng tài sản lưu động hiện có.

+ Xác định chi phí quảng cáo tiếp thị, đào tạo tương ứng với mức của thị trường hiện tại.

Bước 3: Xác định giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp được xác định theo công thức:

$$V = C_{tc} + C_{tl} + C_k - D_{pt} \quad (1.20)$$

V : Giá trị doanh nghiệp

C_{tc} : Chi phí thay thế tài sản cố định

C_{tl} : Chi phí thay thế tài sản lưu động

C_k : Các chi phí khác để lập ra DN (như quảng cáo, đào tạo lao động..)

D_{pt} : Các khoản nợ phải trả [55, tr. 312-323]

❖ **Ưu điểm:** Phản ánh thực tế thị trường đối với tài sản của doanh nghiệp được định giá. Đơn giản, dễ áp dụng; tuy nhiên, cần tuân thủ các điều kiện khi lựa chọn các yếu tố chi phí để so sánh nhằm tránh kết quả sai lệch khi sử dụng yếu tố so sánh.

- ❖ **Hạn chế:** Không tính tới giá trị tương lai của cổ phần, chỉ xem xét doanh nghiệp như 1 loại hàng hóa thông thường. Mất nhiều thời gian trong việc lựa chọn các yếu tố chi phí có chung đặc điểm so sánh.
- ❖ **Đối tượng áp dụng:** Phương pháp này đặc biệt có ích trong việc định giá các doanh nghiệp mới thành lập và không có nhiều tương lai phát triển và cơ sở số liệu chủ yếu là các báo cáo tài chính và thông tin thị trường.

1.2.2.2.4. Phương pháp lợi thế kinh doanh (Goodwill)

Phương pháp này dựa trên cơ sở giá trị doanh nghiệp không chỉ bao gồm giá trị tài sản hữu hình mà bao gồm cả giá trị tài sản vô hình (TSVH).

Giá trị của TSVH trong doanh nghiệp được tính bằng giá trị hiện tại của khoản thu nhập do TSVH tạo ra. Tức là bằng giá trị hiện tại của các khoản siêu lợi nhuận. Các tài sản này có thể được định giá dựa trên cơ sở như tiếp cận thị trường (như các giao dịch có thể so sánh), trên tiếp cận theo góc độ chi phí (chi phí thay thế hiện tại) hoặc đánh giá lợi nhuận kinh tế tương lai.

Ví dụ 1: Công ty Thái Tuấn sản xuất hàng dệt gấm đưa ra 2 loại sản phẩm giống hệt nhau. Tuy nhiên sản phẩm A có đường viền với thương hiệu Gấm Thái Tuấn, Sản phẩm B về chất lượng giống hệt sản phẩm A nhưng không có thương hiệu. Sau 3 tháng tung sản phẩm ra thị trường thì sản phẩm A được bán hết với giá cao gấp 20% so với sản phẩm B và sản phẩm B sau 3 tháng chỉ tiêu thụ được 50% lượng hàng.

Ví dụ 2: Cả hai doanh nghiệp X và Y đều áp dụng chính sách kế toán như nhau và cùng trong cùng ngành nghề. Doanh nghiệp X đầu tư khoản vốn là 100.000 US\$ và thu về một khoản lợi nhuận là 10.000 US\$ tương đương với một tỷ suất trên vốn là 10%. Doanh nghiệp Y cũng ứng ra một lượng vốn như vậy nhưng thu được lợi nhuận là 15.000 US\$, tương ứng với tỷ suất lợi nhuận trên vốn là 15%.

Câu hỏi đặt ra là: tại sao sản phẩm A lại được tiêu thụ hết và giá bán gấp 20% so với sản phẩm B và tại sao doanh nghiệp Y cũng ứng ra một lượng vốn như vậy lại sinh ra được một khoản lợi nhuận cao hơn doanh nghiệp X? Có thể giải thích rằng: vì sản phẩm A đã sử dụng thương hiệu Thái Tuấn, còn sản phẩm B thì không và doanh nghiệp Y có vị trí kinh doanh tốt hơn, chất lượng sản phẩm cao hơn, trình độ quản lý giỏi hơn, mạng lưới phân phối hàng hóa rộng lớn hơn...; Đó là tất cả những yếu tố vô hình, chúng hội tụ lại đã làm nên khoản lợi nhuận vượt trội 5.000 US\$ so với doanh nghiệp X và sản phẩm A được tiêu thụ hết giá bán gấp 20% so với sản phẩm B.

Nếu như 10% là tỷ suất lợi nhuận trung bình trên thị trường thì khoản lợi nhuận vượt trội so với mức trung bình mà doanh nghiệp B đã đạt được ($5.000 = 15.000 - 10.000$) là siêu lợi nhuận.

Cơ sở để định giá tài sản vô hình: giá trị của tài sản vô hình trong doanh nghiệp được tính bằng giá trị hiện tại của khoản thu nhập do tài sản vô hình tạo ra. Tức là bằng giá trị hiện tại của các khoản siêu lợi nhuận.

Trên cơ sở lý luận đó, ta có thể tính ra giá trị doanh nghiệp bằng tổng giá trị các tài sản hữu hình và tài sản vô hình.

$$V_0 = V_H + GW \quad (1.21)$$

Trong đó:

V_0 : Giá trị doanh nghiệp

V_H : Giá trị tài sản thuần

GW : Lợi thế kinh doanh.

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{P_t - r \times A_t}{(1+i)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{SP_t}{(1+i)^t} \quad (1.22)$$

Với

P_t : Lợi nhuận năm t của doanh nghiệp ($t = \overline{1, n}$)

A_t : Giá trị tài sản năm t mà doanh nghiệp đưa vào SXKD

SP_t : Siêu lợi nhuận năm t

r : Tỷ suất lợi nhuận trung bình của tài sản đưa vào SXKD

i : Tỷ lệ chiết khấu

t : thứ tự năm

n : năm n [3, tr. 20-21]

Xuất phát từ công thức tổng quát (1.22), các nhà kinh tế có những quan điểm rất khác nhau trong việc lựa chọn các tham số P_t , A_t và r .

Sự khác nhau đó xuất phát từ quan niệm về chi phí cơ hội của các nhà đầu tư khác nhau. Thông thường lãi suất 12% của trái phiếu Chính phủ là mức lãi suất đầu tư an toàn nhất, coi như không có rủi ro vì Nhà nước thường đảm bảo cho việc chi trả các trái phiếu này khi đáo hạn. Đó là tỷ suất sinh lời an toàn với bất kỳ hoạt động đầu tư nào. Vì vậy, có thể cho rằng lợi nhuận mà doanh nghiệp đạt được vượt trên mức 12% sẽ là siêu lợi nhuận và 12% cần được sử dụng để thay r trong công thức.

Tuy nhiên, nhà đầu tư có thể lập luận ngược lại rằng 18% mới là tỷ suất kỳ vọng sinh lời trung bình nếu doanh nghiệp không tạo được một tỷ suất sinh lời vượt trên 18% thì nhà đầu tư sẽ đầu tư vào nơi khác. Khi đó, 18% cần được sử dụng để thay vào công thức xem doanh nghiệp có khả năng sinh ra siêu lợi nhuận vượt 18% hay không. Trong trường hợp như vậy, các chuyên gia đánh giá thường dung hòa giữa hai quan điểm, bằng cách lựa chọn một tỷ suất sinh lời nằm giữa hai khoảng đó. Do vậy, có thể khẳng định rằng sự lựa chọn r mang nhiều yếu tố chủ quan.

Phương pháp Lợi thế kinh doanh cho thấy ngoài những khó khăn trong việc xác định các tham số tỷ suất hiện tại hóa (i), thời hạn (n) phương pháp này còn đưa đến những phức tạp khi phải xác định thêm chi phí cơ hội của các nhà đầu tư và những dự kiến về sự biến động của tài sản doanh nghiệp (A_t) trong tương lai. Do đó, trong thực tế, các nhà kinh tế khuyến nghị rằng có thể đơn giản hóa công thức bằng cách: chọn tỷ suất sinh lời thông thường của tài sản bằng tỷ suất lợi nhuận trung bình của các doanh nghiệp trong cùng ngành kinh doanh hoặc bằng nghịch đảo của tỷ số P/E của các doanh nghiệp tham gia thị trường chứng khoán mà có điều kiện SXKD tương tự.

Giá trị tài sản đưa vào kinh doanh (A_t) có thể đánh giá lại theo giá thị trường như phương pháp giá trị tài sản thuần. Còn tỷ suất hiện tại hóa được xác định dựa vào lãi suất trái phiếu Chính phủ, rồi tính thêm tỷ lệ % rủi ro.

Ví dụ: Giá trị tài sản thuần của doanh nghiệp A được đánh giá là 100 tỷ đồng.

+ Lợi nhuận thuần được điều chỉnh lại và tính theo phương pháp bình quân số học của 3 năm gần nhất là 20 tỷ đồng, ước tính lợi nhuận thuần có thể tăng 10% mỗi năm, trong 5 năm tới.

+ Tỷ lệ phân chia lợi tức cổ phần ổn định ở mức 30% lợi nhuận thuần.

+ Ước tính giá trị tài sản thuần có thể tăng hàng năm theo tỷ lệ lợi nhuận thuần để tái đầu tư. Tức là tăng $10\% \times (1 - 30\%) = 7\%$

+ Tỷ suất lợi nhuận trung bình của các doanh nghiệp có điều kiện SXKD tương tự là 13%.

+ Lãi suất trái phiếu Chính phủ là 12%, tỷ lệ rủi ro trung bình trên thị trường chứng khoán là 3%. Từ đó, tỷ suất hiện tại hóa ước tính: $12\% + 3\% = 15\%$

Với giả định trên, Lợi thế kinh doanh được tính thông qua bảng 1.8 như sau:

Bảng 1.8: Lợi thế kinh doanh trong giá trị doanh nghiệp*Đơn vị tính: tỷ đồng*

Chi tiêu	Năm					
	0	1	2	3	4	5
1. Giá trị tài sản thuần: tăng 7%/năm	100	107	114,5	122,5	131,1	140,3
2. Lợi nhuận thuần : tăng 10%	20	22	24,2	26,6	29,3	32,2
3. Lợi nhuận bình thường của tài sản: (3) = 13% (1)	13	13,9	14,9	15,9	17,1	18,3
4. Siêu lợi nhuận: (2) -(3)	7	8,1	9,3	10,7	12,2	13,9
5. Thừa số hiện tại hóa (15%, 5)		0,8696	0,7561	0,6575	0,5718	0,4972
6. Giá trị hiện tại hóa của siêu lợi nhuận (6) = (4) x (5)		7,04	7,03	7,04	7,0	6,9

$GW = 7,04 + 7,03 + 7,04 + 7,0 + 6,9 = 35$ tỷ đồng. Từ đó:

$$\begin{aligned} \text{Giá trị doanh nghiệp A} &= \text{Giá trị tài sản thuần} + \text{GW} \\ &= 100 + 35 = 135 \text{ tỷ đồng} \end{aligned}$$

❖ Ưu điểm :

- Phương pháp Lợi thế kinh doanh là định giá doanh nghiệp bao gồm cả giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp. Phương pháp này dựa trên cơ sở giá trị của một doanh nghiệp được cấu thành từ 2 yếu tố: hữu hình và vô hình. Việc xây dựng công thức tính GW, một mặt là sự chứng minh cho tiềm lực hay giá trị về mặt “tổ chức” của doanh nghiệp là ở các khoản thu nhập tương lai. Mặt khác nó cũng là cơ sở để người ta lượng hóa yếu tố này:

- Công thức (1.21) như đã chỉ ra:

$$V_0 = V_H + GW = V_H + \sum_{t=1}^n \frac{P_t - r \times A_t}{(1+i)^t}$$

Theo đó, phương pháp GW đã giảm thiểu các sai sót có thể xảy ra khi đánh giá lại giá trị tài sản thuần của doanh nghiệp. Vì nếu giá trị tài sản (V_H , A_t) được đánh giá cao lên sẽ làm giảm giá trị của GW. Ngược lại, nếu đánh giá thấp giá trị của các tài sản thì sẽ được bù đắp một phần giá trị tăng lên của GW.

- Phương pháp GW tạo cơ sở để phân tích mức độ tác động của yếu tố rủi ro kinh doanh và rủi ro lãi suất tới giá trị doanh nghiệp. Bởi việc định lượng GW qua lợi nhuận ($P_t +$ thuế thu nhập)/Tỷ lệ thay đổi của sản lượng sẽ cho ta một hệ số về đòn bẩy, đánh giá về mức độ rủi ro trong kinh doanh của doanh nghiệp.

Do vậy, khi giá trị tài sản được đánh giá cao (V_H, A_t), đặc biệt là giá trị của TSCĐ, buộc người ta phải nghĩ ngay đến yếu tố rủi ro kinh doanh có thể xảy ra, và cần phải thực hiện ngay việc phân tích sự tác động của sản lượng đến lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận. Từ đó xác định ảnh hưởng của nó đến siêu lợi nhuận trong kỳ ngắn hạn.

Trong các mô hình đơn giản hóa, đôi khi r được thay bằng lãi suất trái phiếu chính phủ. Với sự đơn giản hóa này, nhìn vào sự biến động của mức lãi suất đó mà người ta có thể ước lượng được những rủi ro có thể xảy đến với doanh nghiệp thông qua công thức tính GW.

- Phương pháp GW định giá doanh nghiệp trên cơ sở có tính đến cả lợi ích của người mua và người bán. Khi đó người mua doanh nghiệp nhằm thu được khoản lợi nhuận cao hơn mức sinh lời bình thường của tài sản chứ không phải mua lấy tài sản. Hơn nữa, nó còn chỉ ra quan niệm về mức sinh lời tối thiểu của một đồng vốn đưa vào đầu tư. Đó là một cơ sở quan trọng của mọi quyết định đầu tư vào SXKD.

❖ **Hạn chế:**

- Siêu lợi nhuận chỉ ra khả năng sinh lời có thực của doanh nghiệp. Tuy nhiên trong cơ chế thị trường, dưới sự tác động của quy luật cạnh tranh và quy luật tỷ suất lợi nhuận bình quân thì khó có một doanh nghiệp nào có thể duy trì được lợi thế lâu dài. Vì vậy, với cách lập luận về siêu lợi nhuận sẽ thiếu cơ sở để dự báo thời hạn (n) và thiếu căn cứ để xây dựng các giả thuyết về lợi nhuận trong tương lai.

- Phương pháp này phản ánh sự kết hợp giữa hai Phương pháp Tài sản và Phương pháp Hiện tại hóa lợi nhuận thuần. Vì thế, nó cũng không tránh khỏi những hạn chế của các phương pháp đó, chẳng hạn như: Định giá các tài sản đặc biệt, không có bán trên thị trường, xác định các tham số bị chi phối nhiều bởi các yếu tố chủ quan như lợi nhuận tương lai, tỷ suất hiện tại hóa...

- Theo công thức tính toán có thể thấy rằng GW có biên độ dao động rất lớn A_t (giá trị tài sản đưa vào kinh doanh) trước những thay đổi nhỏ của r . Do vậy, có thể nói rằng, khi áp dụng phương pháp này nếu không có sự thiếu cẩn nhắc kỹ lưỡng dễ dẫn đến những kết luận sai lầm về giá trị TSVH của doanh nghiệp.

- Phương pháp này không cung cấp những cơ sở dữ liệu cần thiết để các nhà đầu tư đánh giá triển vọng của doanh nghiệp trong tương lai.

❖ **Đối tượng áp dụng:** Phương pháp này thường được áp dụng đối với các loại hình doanh nghiệp có lịch sử lâu đời hoặc doanh nghiệp có sản phẩm gắn với thương hiệu nổi tiếng, chiếm thị phần cao và được nhiều người tiêu dùng lựa chọn.

1.2.3. Lựa chọn phương pháp định giá doanh nghiệp

Định giá doanh nghiệp là môn khoa học mang tính nghệ thuật cao. Việc lựa chọn phương pháp định giá nào sẽ tùy thuộc vào các yếu tố khác nhau. Các yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn phương pháp định giá chủ yếu gồm:

1.2.3.1. Mục đích của việc định giá doanh nghiệp

Đây là yếu tố quan trọng đầu tiên ảnh hưởng đến việc sẽ lựa chọn phương pháp nào để định giá. Cả người bán và mua doanh nghiệp đều có thể có những mục đích khác nhau. Nếu người mua doanh nghiệp với mục đích đầu tư lâu dài vào doanh nghiệp đó thì yếu tố khiến người mua đó cân nhắc đầu tiên đó là khả năng sinh lợi của doanh nghiệp đó trong tương lai. Ngược lại, nếu người đó mua doanh nghiệp với mục đích chỉ để bán những tài sản hiện có của doanh nghiệp thì nhất định tài sản hiện có của doanh nghiệp là yếu tố quan trọng để người mua xem xét.

Xét về góc độ người bán, nếu người bán vì một lý do nào đó không muốn tiếp tục vận hành doanh nghiệp, hoặc trong quá trình kinh doanh, doanh nghiệp không đem lại lợi nhuận thì khi tiến hành định giá doanh nghiệp, phương pháp định giá đầu tiên được lựa chọn sẽ theo giá trị tài sản. Ngược lại, nếu người bán muốn tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược để bán lại một phần và hy vọng có sự ảnh hưởng của các nhà đầu tư đó đối với tình hình kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai thì yếu tố sinh lợi trong tương lai sẽ là cơ sở để lựa chọn phương pháp định giá theo dòng tiền chiết khấu.

Nếu mục đích của việc định giá là để cầm cố doanh nghiệp, người mua ở đây được hiểu là ngân hàng nhận cầm cố, người bán là người đi vay, người mua trước tiên sẽ định giá doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng thu nhập trong tương lai để xác định khả năng chi trả lãi và gốc cho ngân hàng. Tuy nhiên, trong trường hợp xấu nhất, dòng thu nhập trong tương lai không đủ chi trả gốc và lãi cho ngân hàng, ngân hàng sẽ phải tính đến việc bán doanh nghiệp đó để thu hồi khoản tiền vay và ngân hàng sẽ tính đến việc lựa chọn phương pháp định giá theo giá trị tài sản.

1.2.3.2 Ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp

Doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau sẽ không giống nhau trong việc lựa chọn phương pháp tiếp cận để định giá. Đối với các doanh nghiệp trong

lĩnh vực sản xuất, công nghiệp, thương mại.v.v. với giá trị doanh nghiệp tập trung chủ yếu ở tài sản thì có thể dùng phương pháp định giá theo giá trị tài sản. Tuy nhiên, đối với những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tư vấn, tài chính, bảo hiểm, kiểm toán.v.v. giá trị tài sản không nhiều thì phương pháp định giá theo luồng tiền chiết khấu mới đảm bảo thể hiện được đầy đủ giá trị doanh nghiệp.

1.2.3.3. Khả năng sinh lợi của doanh nghiệp

Với các doanh nghiệp đang trong giai đoạn thua lỗ, việc dự đoán dòng tiền trong tương lai sẽ rất khó khăn và có khả năng bị âm vì doanh nghiệp có thể phá sản. Với doanh nghiệp dự kiến sẽ bị phá sản, phương pháp CDF thường không được áp dụng vì phương pháp này xem doanh nghiệp là một sự đầu tư luôn tiếp diễn và tạo ra dòng tiền dương cho nhà đầu tư. Với những doanh nghiệp đang thua lỗ nhưng còn có thể tồn tại được sẽ rất khó khăn khi áp dụng phương pháp CDF vì dòng tiền sẽ phải được dự báo cho đến khi đạt được số dương bởi việc chiết khấu về hiện tại một dòng tiền âm sẽ cho ra kết quả giá trị doanh nghiệp âm. Trong trường hợp này, việc sử dụng phương pháp định giá theo tài sản sẽ cho một kết quả doanh nghiệp hợp lý nhất.

1.2.3.4. Độ ổn định của thu nhập và dòng tiền trong tương lai

Đối với những doanh nghiệp có thu nhập trong tương lai khá ổn định và có thể dự tính được thì việc sử dụng phương pháp định giá theo luồng tiền chiết khấu là khả thi và tương đối chính xác. Ngược lại, đối với những doanh nghiệp mà lĩnh vực hoạt động chịu ảnh hưởng nhiều của các yếu tố không chắc chắn trong tương lai, không có khả năng dự tính được chính xác kết quả hoạt động trong khoảng thời gian tới thì việc sử dụng phương pháp định giá theo luồng tiền chiết khấu sẽ dẫn đến kết quả không tin cậy. Khi đó, có thể áp dụng nhóm phương pháp định giá theo tài sản hoặc so sánh.

1.2.3.5. Sự sẵn có của các chuẩn định giá trên thị trường

Xét về bản chất, định giá là sự so sánh. Dù cho áp dụng phương pháp định giá nào thì phương pháp định giá đó cũng dựa trên cơ sở so sánh. Đối với phương pháp định giá theo giá trị tài sản, đó là sự so sánh giá trị các tài sản hiện có của doanh nghiệp với các tài sản giống hệt hoặc tương đương trên thị trường. Đối với phương pháp định giá theo luồng tiền chiết khấu, việc xác định lãi suất chiết khấu cũng là một sự so sánh giữa lãi suất chiết khấu của dòng tiền đang đánh giá với lãi suất của dòng tiền có độ rủi ro tương đương. Bản chất của phương pháp định giá theo nguyên tắc so

sánh chỉ số cũng là so sánh hệ thống chỉ số tài chính của doanh nghiệp này với doanh nghiệp tương tự.

Với bản chất là sự so sánh, việc lựa chọn phương pháp định giá nào phụ thuộc rất nhiều vào việc có tồn tại các chuẩn so sánh mà phương pháp định giá đó cần sử dụng trên thị trường không. Chẳng hạn, nếu muốn định giá doanh nghiệp theo phương pháp tỷ lệ so sánh, điều đó có nghĩa là phải tồn tại một doanh nghiệp có quy mô, vốn, ngành nghề tương đương với doanh nghiệp cần định giá trên thị trường niêm yết chứng khoán. Do đó, ngoài các yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn phương pháp định giá kể trên, việc sẵn có của các chuẩn mực so sánh trên thị trường ảnh hưởng rất lớn đến việc lựa chọn phương pháp định giá.

Công tác định giá được áp dụng trong các trường hợp khác nhau, với các mục đích, đối tượng doanh nghiệp được định giá, hoặc tại các thị trường khác nhau sẽ ảnh hưởng đến việc lựa chọn phương pháp định giá. Nội dung mỗi phương pháp định giá được áp dụng sẽ ảnh hưởng rất lớn đến kết quả và chất lượng của công tác định giá doanh nghiệp. Mỗi phương pháp định giá dựa trên những giả thiết, những tiêu chí, những nguồn thông tin khác nhau của từng doanh nghiệp. Ví dụ như phương pháp Tài sản dựa vào những số liệu trong quá khứ, trong khi phương pháp định giá theo phương pháp Dòng tiền chiết khấu lại dựa vào những số liệu ước tính trong tương lai.

Do đó, đối với tình hình cụ thể của từng doanh nghiệp, tùy thuộc vào loại hình doanh nghiệp cũng như các nguồn thông tin thu thập được để lựa chọn được phương pháp định giá phù hợp. Ngoài ra, việc định giá một doanh nghiệp bằng các phương pháp khác nhau, sẽ có những kết quả khác nhau. Do đó, cần phải xem xét mục tiêu của công tác định giá doanh nghiệp để áp dụng phương pháp định giá để đưa ra được kết quả định giá phù hợp nhất.

1.2.4. Tổ chức công tác định giá doanh nghiệp

1.2.4.1. Một số đặc trưng khi thực hiện công tác định giá doanh nghiệp

a. Giá trị của một doanh nghiệp được xác định tại một thời điểm cụ thể

Đối với một doanh nghiệp, giá trị của nó chỉ được xác định khi có một nhu cầu giao dịch nào đó như mua bán, chia tách, sáp nhập, liên doanh, liên kết...; nói một cách khác, giá trị doanh nghiệp được xác định nhằm đáp ứng một mục đích nhất định.

Do đặc trưng của doanh nghiệp là một cơ thể sống nên vật tư tài sản của nó luôn vận động không ngừng. Bởi vậy, giá trị doanh nghiệp dù xác định theo phương

pháp nào cũng phải dựa vào các thông tin, số liệu, tài liệu có được tại một thời điểm và đặc biệt là phải phân tích, xem xét trong bối cảnh thị trường tại thời điểm đó. Khi các điều kiện về số liệu, tình hình thị trường thay đổi thì giá trị doanh nghiệp cũng thay đổi theo. Giá trị doanh nghiệp khi đã xác định luôn luôn gắn với một thời điểm cụ thể nhất định và khi điều kiện thị trường, thời gian thay đổi thì giá trị đã xác định trước đó có thể không còn sử dụng được và ta phải tiến hành xác định lại.

b. Giá trị của một doanh nghiệp được xác định trên cơ sở thị trường và lợi nhuận trong tương lai đã được dự tính của doanh nghiệp đó

Người mua trả cho người bán giá trị doanh nghiệp là để thu được các khoản thu nhập từ kết quả hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai. Giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào 2 yếu tố: các khoản thu nhập trong tương lai và tỷ suất lợi nhuận mong muốn của các nhà đầu tư.

Yếu tố thứ nhất là các khoản thu nhập trong tương lai được xác định dựa vào việc dự đoán kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai. Kết quả hoạt động SXKD trong tương lai của doanh nghiệp được dự tính càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng cao và ngược lại.

Yếu tố thứ hai là tỷ suất lợi nhuận vốn mong đợi của nhà đầu tư. Đây là chi phí cơ hội sử dụng vốn mà người đầu tư dự tính trên cơ sở xem xét tỷ suất lợi nhuận vốn tối thiểu cần đạt được với mức độ rủi ro gặp phải.

Theo nguyên tắc giá gốc trong kế toán thì mọi hàng hoá, tài sản của doanh nghiệp đều được hạch toán trên sổ sách theo giá tại thời điểm mua vào. Do đó, trong trường hợp có lạm phát, giá hạch toán sẽ không phản ánh đúng giá trị thực chất của tài sản, hàng hoá mà doanh nghiệp đang quản lý, sử dụng. Khác với nguyên tắc kế toán, định giá doanh nghiệp là quá trình xác định giá trị của một doanh nghiệp đang là một thực thể hoạt động, mọi tài sản đều được coi là đang tham gia vào quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, tham gia vào quá trình tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp. Vì vậy, giá trị của các tài sản trong doanh nghiệp được xác định trên cơ sở thị trường và lợi nhuận trong tương lai. Mỗi tài sản sẽ có giá trị cao khi nó có khả năng tạo ra nhiều lợi nhuận trong tương lai và ngược lại.

c. Giá trị tài sản ròng ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp

Trong một doanh nghiệp, mọi tài sản đều được quản lý và sử dụng nhằm đem lại hiệu quả kinh tế cao nhất cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, không phải mọi tài sản

doanh nghiệp đang quản lý, sử dụng đều là tài sản của doanh nghiệp. Giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp chính là tổng giá trị tài sản doanh nghiệp đang quản lý sử dụng sau khi đã trừ đi các khoản công nợ phải trả. Như vậy, việc định giá một doanh nghiệp không chỉ nhìn vào khối lượng tài sản doanh nghiệp đang quản lý, sử dụng mà phải xem xét đến nguồn vốn hình thành nên những tài sản đó. Do vậy giá trị tài sản ròng còn lại sau khi trừ các khoản công nợ phải trả mới quyết định giá trị doanh nghiệp.

d. Quan hệ cung cầu ảnh hưởng đến giá trị thị trường của doanh nghiệp

Giá trị thị trường của một tài sản là giá bán của tài sản đó. Mức giá đó là mức giá phổ biến trong những điều kiện thị trường xác định. Thực tế, các thông tin về tài sản và giá trị tài sản thường không có sẵn và do đó, giá trị của một tài sản là mức giá mà phần lớn những người mua sẽ trả.

Trong thực tế, các nhà đầu tư khác nhau thường sử dụng các phương pháp khác nhau để định giá doanh nghiệp. Đặc biệt, mỗi nhà đầu tư lại có một cách nghiên cứu, đánh giá, phân tích thị trường riêng và do đó, nhiều nhà đầu tư cùng sử dụng một phương pháp định giá của cùng một doanh nghiệp nhưng vẫn có thể cho ra các kết quả khác nhau. Sự khác biệt của giá trị mà các nhà đầu tư đưa ra thường là do các thông tin và nhận thức về rủi ro của các nhà đầu tư cũng khác nhau.

Giá trị cuối cùng của doanh nghiệp phụ thuộc vào nhu cầu thị trường, do đó một doanh nghiệp khi có nhiều người mua quan tâm tới thì giá trị trên thị trường của doanh nghiệp đó sẽ cao hơn nhiều so với giá trị thực của doanh nghiệp.

1.2.4.2. Các bước thực hiện công tác định giá doanh nghiệp

Bước 1: Xây dựng nguồn nhân lực cho công tác định giá doanh nghiệp

Thành lập đội ngũ tự định giá hoặc thông qua các tổ chức chuyên nghiệp.

Bước 2: Xây dựng chiến lược định giá

1. Thu thập và phân tích thông tin bên ngoài doanh nghiệp

2. Thu thập hồ sơ tài liệu và thông tin bên trong doanh nghiệp:

- Hồ sơ pháp lý về thành lập doanh nghiệp; Hồ sơ pháp lý về tài sản của doanh nghiệp (bao gồm cả diện tích đất được giao hoặc thuê); Hồ sơ về công nợ (đặc biệt là các khoản nợ tồn đọng, các khoản nợ đã xử lý theo chế độ trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp).

- Hồ sơ về tài sản không cần dùng, vật tư, hàng hoá ứ đọng, kém, mất phẩm chất (nếu có), tài sản hình thành từ nguồn quỹ khen thưởng phúc lợi.

- Hồ sơ về các công trình đầu tư xây dựng cơ bản dở dang (kể cả các công trình đã có quyết định đình hoãn).

- Hồ sơ về các khoản vốn đầu tư dài hạn vào doanh nghiệp khác như: góp vốn liên doanh, góp vốn cổ phần, góp vốn thành lập công ty trách nhiệm hữu hạn và các hình thức đầu tư dài hạn khác.

- BCTC, báo cáo quyết toán thuế đến thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

- Lập danh sách lao động thường xuyên làm việc tại công ty đến thời điểm có quyết định cổ phần hoá; phân loại lao động theo các đối tượng: hợp đồng không xác định thời hạn, hợp đồng có thời hạn từ 1-3 năm, danh sách lao động dôi dư..

- Lập dự toán chi phí định giá doanh nghiệp

3. Lựa chọn phương pháp, hình thức và thời điểm định giá doanh nghiệp

Bước 3: Thực hiện công tác định giá

Kiểm kê, xử lý những vấn đề về tài chính và tổ chức định giá trị doanh nghiệp:

+ Kiểm kê, phân loại tài sản, công nợ và quyết toán tài chính, quyết toán thuế.

+ Phối hợp với các cơ quan có liên quan xử lý những vấn đề về tài chính đến thời điểm định giá doanh nghiệp.

+ Định giá doanh nghiệp

+ Thẩm tra kết quả kiểm kê, phân loại tài sản và kết quả định giá doanh nghiệp.

+ xác định thời gian để hoàn tất các quá trình định giá doanh nghiệp

Bước 4: Kết thúc công tác định giá doanh nghiệp

1. Quyết định và công bố giá trị doanh nghiệp: Thống nhất thời gian công bố giá trị doanh nghiệp kể từ ngày nhận được báo cáo kết quả định giá doanh nghiệp.

2. Hoàn tất công tác định giá doanh nghiệp

1.3. Các nhân tố ảnh hưởng tới công tác định giá doanh nghiệp

Định nghĩa giá trị doanh nghiệp cho chúng ta có cách nhìn về mặt định tính của giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, *nội dung cơ bản là ở mặt định lượng*. Như mọi phương pháp định lượng các yếu tố kinh tế khác, để định giá doanh nghiệp cần phải bắt đầu từ việc xác định các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp được định giá.

Giá trị doanh nghiệp được đo bằng thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại cho các nhà đầu tư. Kết quả hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai sẽ quyết định

giá trị doanh nghiệp và phụ thuộc vào rất nhiều nhân tố bao gồm các nhân tố bên trong cũng như các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp. Các nhân tố đó sẽ tác động, ảnh hưởng và làm thay đổi kết quả sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp từ đó ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Các nhân tố bên ngoài tác động đến giá trị doanh nghiệp là các nhân tố không thuộc phạm vi kiểm soát của chính doanh nghiệp và chịu tác động bởi diễn biến kinh tế xã hội của quốc gia và những quy định, luật lệ của nhà nước. Những nhân tố này là tốc độ tăng trưởng kinh tế, tình trạng lạm phát, lãi suất tín dụng, đặc biệt là lãi suất ngân hàng, hoạt động của thị trường chứng khoán; Những nhân tố đó đều tác động đến tỷ suất hoàn vốn, thu nhập dự kiến, mức độ rủi ro và do đó có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, những ưu đãi của Nhà nước trong quá trình tái cấu trúc lại nền kinh tế cũng tác động đáng kể đến giá trị doanh nghiệp.

Các nhân tố bên trong của doanh nghiệp là các nhân tố ảnh hưởng lớn và quyết định đến giá trị doanh nghiệp. Nhân tố bên trong là các nhân tố thuộc về chủ quan, tức là thuộc về sự kiểm soát của chính bản thân doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp phụ thuộc rất lớn vào những nhân tố này. Nói một cách khác, những nhân tố bên trong chính là những nhân tố quan trọng tạo thành giá trị doanh nghiệp. Các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp bao gồm:

1.3.1. Môi trường kinh doanh của doanh nghiệp

Định giá doanh nghiệp chịu ảnh hưởng rất lớn bởi các đặc điểm của nền kinh tế xã hội. Dù áp dụng phương pháp định giá nào thì yếu tố kinh tế thị trường là rất quan trọng. Một nền kinh tế thị trường phát triển sẽ là điều kiện tốt trong việc xác định mức giá thị trường cho các tài sản. Mặt khác, doanh nghiệp hoạt động trong môi trường kinh tế phát triển ổn định thì việc dự tính mức lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp cũng an toàn do ít chịu sự biến động của thị trường. Do đó, kết quả định giá sẽ chính xác hơn.

Một nền kinh tế phát triển cũng sẽ có một hệ thống thông tin hoàn hảo hơn, đáng tin cậy hơn, là cơ sở cho những người làm công tác định giá có thể dễ dàng thu thập các thông tin chính xác về doanh nghiệp cũng như các doanh nghiệp khác để có thể phân tích, so sánh nhằm đưa ra kết quả định giá chính xác nhất có thể.

Trước hết phải khẳng định ngay rằng: *Giá trị của doanh nghiệp chỉ được đánh giá trong một môi trường kinh doanh nhất định.*

Lý thuyết về quản trị kinh doanh đã xem xét môi trường như yếu tố khách quan, về cơ bản yếu tố này nằm ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp. Để tồn tại và phát triển được, cũng giống như khoa học tự nhiên, doanh nghiệp phải tìm cách thích nghi với môi trường thì mới có thể phát triển được.

Môi trường kinh doanh được chia thành hai loại:

1.3.1.1 Môi trường kinh doanh tổng quát

Bao gồm: Môi trường kinh tế, môi trường chính trị-xã hội, môi trường văn hóa-xã hội, môi trường tự nhiên và môi trường kỹ thuật công nghệ.

*** Môi trường kinh tế**

Doanh nghiệp bao giờ cũng tồn tại trong một bối cảnh kinh tế cụ thể. Bối cảnh kinh tế đó được nhìn nhận thông qua hàng loạt các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như: tốc độ tăng trưởng kinh tế, mức độ ổn định của đồng tiền, của tỷ giá ngoại tệ, tỷ suất đầu tư, các chỉ số trên thị trường chứng khoán...; Mặc dù môi trường kinh tế mang tính chất như yếu tố khách quan nhưng sự tác động của chúng tới giá trị doanh nghiệp lại là sự tác động một cách trực tiếp.

Mỗi sự thay đổi nhỏ của yếu tố này bao giờ cũng ảnh hưởng tới sự định giá doanh nghiệp : Nền kinh tế luôn tăng trưởng với tốc độ cao, phản ánh nhu cầu đầu tư và tiêu dùng ngày càng lớn. Chỉ số giá chứng khoán phản ánh đúng quan hệ cung cầu, đồng tiền ổn định, tỷ giá và lãi suất có tính kích thích đầu tư sẽ trở thành cơ hội tốt cho doanh nghiệp mở rộng quy mô SXKD. Ngược lại, sự suy thoái kinh tế, giá chứng khoán bị thối phồng mang dấu hiệu "kinh tế ảo", lạm phát phi mã...là biểu hiện môi trường tồn tại của doanh nghiệp đang bị lung lay tận gốc. Mọi sự định giá doanh nghiệp trong đó có giá trị doanh nghiệp sẽ bị đảo lộn hoàn toàn.

*** Môi trường chính trị, xã hội**

Hoạt động SXKD chỉ có thể ổn định và phát triển trong một môi trường ổn định về chính trị. Chiến tranh sắc tộc, tôn giáo, những yếu tố trật tự an toàn xã hội khác và những mầm mống về bất ổn chính trị trong khu vực bao giờ cũng tác động xấu đến mọi mặt của đời sống xã hội chứ không chỉ riêng với hoạt động SXKD.

Các yếu tố của môi trường chính trị có sự gắn bó chặt chẽ, tác động trực tiếp đến hoạt động SXKD bao gồm:

- Tính đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và dễ áp dụng văn bản pháp luật.

- Quan điểm của Nhà nước đối với SXKD thông qua hệ thống các văn bản pháp quy như: Quan điểm bảo vệ sản xuất, bảo vệ các nhà đầu tư, bảo vệ người tiêu dùng, quan điểm khuyến khích đầu tư trong nước và nước ngoài, quan điểm phân biệt đối xử thể hiện trong luật thuế, luật cạnh tranh, luật sở hữu trí tuệ...

- Năng lực hành pháp của chính phủ và ý thức chấp hành pháp luật của các công dân và các tổ chức sản xuất: Pháp luật đã được ban hành nhưng không trở thành hiện thực, tệ nạn buôn lậu, trốn thuế, hàng giả nhái lại nhãn mác tràn lan... là biểu hiện một môi trường xã hội gây bất lợi cho SXKD.

- Xu hướng, quan điểm trong quan hệ ngoại giao và hợp tác kinh tế của chính phủ với các quốc gia khác trong tiến trình toàn cầu hoá và quan điểm cá nhân của những người đứng đầu chính phủ cũng tác động to lớn đến SXKD.

Như vậy, có thể thấy rằng, cũng như *môi trường kinh tế, môi trường chính trị xã hội có vai trò như những điều kiện thiết yếu, tối thiểu để doanh nghiệp có thể hoạt động*; Đồng thời, quan điểm của chính phủ về đường hướng chính trị mới cũng tác động một cách trực tiếp đến những vận hội và khả năng phát triển của doanh nghiệp ở thị trường trong nước cũng như quốc tế.

*** Môi trường văn hoá- xã hội**

Những ràng buộc về mặt pháp lý có thể chi tiết, cụ thể nhưng cũng không thể điều chỉnh được mọi sự tác động của yếu tố văn hoá- xã hội đến đời sống nói chung cũng như SXKD nói riêng:

- Mỗi doanh nghiệp tồn tại trong một môi trường văn hoá nhất định. Môi trường văn hoá được đặc trưng bởi những quan niệm, những hệ tư tưởng của số đông cộng đồng về lối sống, đạo đức, tác phong. Thể hiện trong quan niệm về “chân, thiện, mỹ”- quan niệm về nhân cách, văn minh xã hội, thể hiện trong tập quán sinh hoạt và tiêu dùng, như: văn hoá truyền thống, nghệ thuật cây cảnh, văn hoá ẩm thực...; Những điều đó sẽ tác động đến giá trị văn hoá của doanh nghiệp.

- Môi trường xã hội thể hiện ở số lượng và cơ cấu dân cư, giới tính, độ tuổi, mật độ, sự gia tăng dân số, thu nhập bình quân đầu người và hàng loạt các vấn đề mới nảy sinh như ô nhiễm môi trường, tài nguyên cạn kiệt...

- Sản xuất kinh doanh có mục tiêu xuyên suốt là lợi nhuận cũng không thể tách rời được môi trường văn hoá- xã hội. Hiện tượng ô nhiễm môi trường, huỷ diệt môi trường sinh thái, tài nguyên rừng biển, trong lòng đất ngày càng khan hiếm, có nguy

cơ tiêu diệt nhiều ngành sản xuất. SXKD phải chăng có thể tồn tại được khi nó đi trái với những giá trị của văn hóa - xã hội? Trên phương diện xã hội, doanh nghiệp ra đời là để đáp ứng những đòi hỏi ngày càng cao trong đời sống vật chất và tinh thần của cộng đồng nơi doanh nghiệp hoạt động. Chính vì thế, định giá doanh nghiệp không thể bỏ qua những yếu tố, những đòi hỏi bức xúc của môi trường văn hoá- xã hội trong hiện tại mà còn phải thực hiện dự báo được sự ảnh hưởng của yếu tố này đến SXKD của doanh nghiệp trong tương lai.

*** Môi trường kỹ thuật công nghệ**

Chúng ta đang sống trong một thời đại mà tiến bộ khoa học kỹ thuật phát triển với tốc độ chưa từng thấy trong lịch sử xã hội loài người. Sự tác động của chúng đã bao trùm lên mọi mặt của đời sống xã hội, ảnh hưởng một cách mạnh mẽ và trực tiếp đến SXKD. Hàng loạt các phát minh mới về công nghệ sinh học, sinh sản vô tính, kỹ thuật siêu nhỏ, công nghệ thông tin...đang làm thay đổi căn bản các điều kiện về quy trình công nghệ và phương thức tổ chức SXKD trong các doanh nghiệp. Các sản phẩm sản xuất ra ngày càng phong phú và đa dạng, đáp ứng nhu cầu ngày càng cao trong đời sống vật chất và tinh thần. Hàm lượng tri thức có khuynh hướng chiếm ưu thế tuyệt đối trong giá bán sản phẩm.

Trên bình diện xã hội, đó là những bước nhảy vọt của nền văn minh nhân loại. Song trên giác độ doanh nghiệp trong cơ chế thị trường, đó không chỉ là cơ hội mà còn là thách thức đối với sự tồn tại của mỗi doanh nghiệp. Sự thiếu nhạy bén trong việc chiếm lĩnh những thành tựu khoa học mới nhất có thể là nguyên nhân đưa doanh nghiệp đến chỗ phá sản. Chính vì lẽ đó, định giá doanh nghiệp còn đòi hỏi phải xem xét doanh nghiệp trong môi trường của kỹ thuật công nghệ. Việc đánh giá cần chỉ ra mức độ tác động của môi trường này đến SXKD và khả năng thích ứng của doanh nghiệp trước những bước phát triển mới của khoa học công nghệ.

1.3.1.2. Môi trường đặc thù của doanh nghiệp

So với môi trường tổng quát, môi trường đặc thù bao gồm các yếu tố tác động đến SXKD của doanh nghiệp mang tính chất trực tiếp và rõ rệt hơn. Hơn nữa, đối với các yếu tố này, doanh nghiệp còn có thể kiểm soát chúng ở một mức độ nhất định. Môi trường đặc thù gồm các yếu tố về khách hàng, nhà cung cấp, các hãng cạnh tranh và cơ quan nhà nước.

*** Quan hệ doanh nghiệp với khách hàng**

Trong điều kiện hiện nay, SXKD phải trên cơ sở thoả mãn nhu cầu phong phú, đa dạng về nhiều mặt của thị trường. Thị trường là yếu tố quyết định đến đầu ra của sản phẩm của doanh nghiệp. Thị trường đối với một doanh nghiệp thể hiện bằng yếu tố khách hàng. Họ có thể là các cá nhân, các doanh nghiệp khác hoặc nhà nước. Họ có thể là khách hàng hiện tại nhưng cũng có thể là khách hàng trong tương lai.

Thông thường khách hàng sẽ chi phối hoạt động của doanh nghiệp. Nhưng cũng có trường hợp khách hàng lại bị lệ thuộc vào khả năng cung cấp của doanh nghiệp. Do vậy, muốn đánh giá đúng khả năng phát triển, mở rộng SXKD của doanh nghiệp, cần phải xác định tính chất, mức độ bền vững và uy tín của doanh nghiệp trong quan hệ với khách hàng. Uy tín của doanh nghiệp với khách hàng trải qua nhiều năm và do nhiều yếu tố hình thành như: sự trung thành và thái độ của khách hàng, danh tiếng và khả năng phát triển, duy trì các mối quan hệ đó với họ. Điều đó thể hiện ở thị phần hiện tại, thị phần tương lai, doanh số bán ra và tốc độ tiến triển của các chỉ tiêu đó qua các thời kỳ kinh doanh khác nhau của doanh nghiệp.

*** Quan hệ doanh nghiệp với nhà cung cấp**

Doanh nghiệp thường phải trông đợi sự cung cấp từ phía bên ngoài các loại hàng hoá, nguyên, nhiên vật liệu, các dịch vụ điện, nước, thông tin, tư vấn... Tính ổn định của nguồn cung cấp có ý nghĩa quan trọng, đảm bảo cho sản xuất và tiêu thụ được thực hiện theo yêu cầu mà doanh nghiệp đã định ra.

Trong quan hệ với nhà cung cấp, doanh nghiệp đóng vai trò như một “thương đế”. Tuy nhiên, do tính chất khan hiếm của nguyên liệu, hàng hoá... đầu vào, số lượng nhà cung cấp không đủ lớn, sự câu kết và do mua với số lượng nhỏ hoặc do các nguyên nhân khác mà trong nhiều trường hợp “thương đế” cũng có thể bị sai khiến. Từ đó, việc đánh giá ổn định lâu dài của khả năng đáp ứng các yếu tố đầu vào đảm bảo cho SXKD cần xem xét đến: sự phong phú của các nguồn cung cấp, số lượng, chủng loại các nguyên liệu có thể thay thế, khả năng đáp ứng lâu dài cho doanh nghiệp sau đó mới kể đến tính kịp thời, chất lượng và giá cả của sản phẩm cung cấp.

*** Các hãng cạnh tranh**

Cạnh tranh là hoạt động tranh đua nhằm giành giật những điều kiện sản xuất và kinh doanh có lợi nhất giữa các doanh nghiệp cùng sản xuất và kinh doanh một loại mặt hàng hoặc những mặt hàng có thể thay thế được cho nhau.

Cạnh tranh thể hiện dưới một số hình thức khác nhau hình thức: cạnh tranh về giá cả, cạnh tranh về chất lượng và cạnh tranh về dịch vụ bảo hành, sửa chữa.

Được sự ủng hộ từ phía nhà nước trong hầu hết các lĩnh vực kinh tế, mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trên thị trường trong nước và quốc tế ngày càng trở nên quyết liệt hơn. Sự quyết liệt trong môi trường cạnh tranh được coi là mối nguy cơ trực tiếp đến sự tồn tại của doanh nghiệp. Do đó, đánh giá năng lực cạnh tranh, ngoài việc xem xét 3 tiêu chuẩn: giá cả, chất lượng sản phẩm và dịch vụ hậu mãi còn phải xác định được số lượng doanh nghiệp tham gia cạnh tranh, năng lực thực sự và thế mạnh của họ. Đồng thời phải chỉ ra được những yếu tố và những mầm mống có thể làm xuất hiện các đối thủ mới. Có như thế mới kết luận được đúng đắn về vị thế và khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị trường.

*** Các cơ quan nhà nước**

Trong cơ chế thị trường, doanh nghiệp nói chung được quyền chủ động hoàn toàn trong SXKD. Tuy nhiên, sự hoạt động của doanh nghiệp phải luôn được đặt dưới sự kiểm tra, giám sát của các cơ quan nhà nước như: Cơ quan thuế, cơ quan thanh tra, các tổ chức công đoàn.. ; Các tổ chức này có bổn phận kiểm tra, giám sát, đảm bảo cho sự hoạt động của doanh nghiệp không vượt ra khỏi những quy ước xã hội thể hiện trong luật thuế, luật môi trường, luật cạnh tranh, luật lao động...

Doanh nghiệp có quan hệ tốt đẹp với các tổ chức đó thường là những doanh nghiệp thực hiện tốt nghĩa vụ với xã hội, như: nộp thuế đầy đủ và đúng hạn, chấp hành tốt luật lao động, bảo vệ môi trường sinh thái...; Đó cũng thường là biểu hiện của những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính vững mạnh, lợi nhuận thu được không phải bằng cách buôn lậu, trốn thuế, làm hàng giả...; Vì vậy, xác định sự tác động của yếu tố môi trường đặc thù đến SXKD của doanh nghiệp còn cần phải xem xét chất lượng và thực trạng của mối quan hệ giữa doanh nghiệp với các tổ chức đó.

1.3.2. Các yếu tố nội tại doanh nghiệp

1.3.2.1. Hiện trạng về tài sản trong doanh nghiệp

Tài sản được hiểu là toàn bộ những tài sản hữu hình và vô hình nằm trong danh mục bảng cân đối kế toán tại thời điểm định giá. Số lượng và cơ cấu các loại tài sản thường có sự khác nhau giữa các doanh nghiệp ngay cả ở trong cùng một ngành SXKD. Công tác định giá doanh nghiệp thường quan tâm đến hiện trạng tài sản của doanh nghiệp, vì hai lý do chủ yếu sau:

- Thứ nhất: Tài sản của một doanh nghiệp là biểu hiện của yếu tố vật chất cần thiết, tối thiểu đối với quá trình SXKD. Số lượng, chất lượng, trình độ kỹ thuật và tính đồng bộ của các loại tài sản là yếu tố quyết định đến số lượng và chất lượng sản phẩm của doanh nghiệp sản xuất ra. Do vậy khả năng cạnh tranh và tạo lợi nhuận của doanh nghiệp phụ thuộc một cách trực tiếp và có tính chất quyết định vào các yếu tố này.

- Thứ hai: Giá trị các tài sản của doanh nghiệp được coi là một căn cứ và là một sự đảm bảo rõ ràng nhất về giá trị doanh nghiệp. Vì thay cho việc dự báo các khoản thu nhập tiềm năng thì người sở hữu có thể bán chúng bất cứ lúc nào để nhận về một khoản thu nhập từ những tài sản đó.

Xuất phát từ hai lý do chủ yếu này mà trong thực tế, các phương pháp được vận dụng thường đánh giá cao là các phương pháp có liên quan trực tiếp đến việc định giá tài sản của doanh nghiệp.

1.3.2.2. Vị trí kinh doanh

Vị trí kinh doanh có ý nghĩa quan trọng đối với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Vị trí kinh doanh được đặc trưng bởi các yếu tố như địa điểm, diện tích của doanh nghiệp và các chi nhánh thuộc doanh nghiệp, yếu tố địa hình, thời tiết, môi trường sinh thái, an ninh khu vực, thu nhập dân cư trong vùng, tốc độ phát triển kinh tế và khả năng cung cấp dịch vụ cho sản xuất của khu vực đó...

Một doanh nghiệp, nhất là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thương mại, dịch vụ, được đặt gần đô thị, các nơi đông dân cư, các trung tâm buôn bán lớn và các đầu mối giao thông quan trọng có thể đem lại rất nhiều lợi thế cho doanh nghiệp. Với vị trí thuận lợi, doanh nghiệp có thể giảm được nhiều khoản mục chi phí chủ yếu như: chi phí vận chuyển, bảo quản, chi phí lưu kho, chi phí giao dịch, tức là giảm được giá thành sản phẩm. Đồng thời, doanh nghiệp có những thuận lợi lớn để tiếp cận và nhanh chóng nắm bắt nhu cầu, thị hiếu của thị trường, thực hiện tốt các dịch vụ hậu thương mại.; Tuy nhiên với vị trí đó, cũng có thể kéo theo sự gia tăng một số khoản chi phí như: chi phí thuê văn phòng giao dịch, thuê lao động và một số khoản chi phí tăng thêm bởi có những yêu cầu khắt khe hơn của nhà nước đối với việc xử lý ô nhiễm môi trường... và đôi khi trong một số trường hợp nào đó, có thể xuất hiện nguy cơ phải di chuyển doanh nghiệp đi nơi khác theo quy hoạch của nhà nước.

Những thuận lợi và bất lợi cơ bản của yếu tố vị trí đối với SXKD là lý do chủ yếu giải thích sự chênh lệch về giá cả đất đai, giá thuê nhà giữa các khu vực với nhau.

Do đó, yếu tố vị trí đề cập đến trước khi nói về yếu tố lợi thế kinh doanh. *Trong thực tế, do có sự khác nhau về vị trí kinh doanh mà có sự chênh lệch rất lớn khi định giá doanh nghiệp. Vì vậy, vị trí kinh doanh cần được coi là một trong các yếu tố quan trọng hàng đầu khi đưa ra phân tích, định giá doanh nghiệp.*

1.3.2.3. Uy tín và danh tiếng

Uy tín và danh tiếng của một doanh nghiệp được thể hiện ở sự ổn định của khách hàng, ở sự gia tăng nhanh chóng thị phần và doanh số bán.

Uy tín và danh tiếng là sự đánh giá của khách hàng về sản phẩm, dịch vụ của doanh nghiệp và được hình thành chủ yếu từ các yếu tố từ bên trong doanh nghiệp như: do chất lượng sản phẩm cao, do trình độ và năng lực quản trị kinh doanh giỏi, do có nghệ thuật quảng cáo, do thái độ phục vụ tận tình của nhân viên..

Trong thực tế, có những doanh nghiệp trong nước có thể sản xuất những mặt hàng có chất lượng không thua kém hàng nước ngoài nhưng không thể bán với giá cao do chưa gây dựng được uy tín và danh tiếng với khách hàng.

Như vậy, có thể thấy rằng *khi sản phẩm của doanh nghiệp đã được đánh giá cao trong con mắt của khách hàng (hàng hiệu) thì uy tín đã trở thành một tài sản thực sự và được gọi là giá trị của thương hiệu.* Trong nền kinh tế thị trường, quyền dân nhãn mác sản phẩm, quyền về thương hiệu được mua bán và đánh giá rất cao. Vì vậy, uy tín và danh tiếng của doanh nghiệp được đông đảo xã hội thừa nhận là một yếu tố quan trọng góp phần làm nên giá trị doanh nghiệp.

1.3.2.4. Trình độ kỹ thuật và tay nghề người lao động

Yếu tố quyết định sự thắng lợi trong cạnh tranh là chất lượng sản phẩm sản xuất ra, dịch vụ được cung cấp phải được thị trường đánh giá rất cao. Chất lượng sản phẩm, dịch vụ của doanh nghiệp đạt được một mặt phụ thuộc trình độ kỹ thuật công nghệ, máy móc thiết bị, một mặt khác, phụ thuộc vào trình độ kỹ thuật và tay nghề người lao động đặc biệt là đối với dịch vụ về tư vấn, tài chính ngân hàng, luật...

Đánh giá về trình độ kỹ thuật và tay nghề của người lao động không chỉ xem ở bằng cấp, bậc thợ và số lượng lao động đạt được các tiêu chuẩn đó mà quan trọng hơn là xem xét hàm lượng tri thức có trong mỗi sản phẩm mà doanh nghiệp sản xuất ra. Với ý nghĩa đó, khi đánh giá khả năng tồn tại và phát triển, khả năng sáng tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp thì trình độ kỹ thuật và tay nghề của người lao động là yếu tố nội tại quyết định đến giá trị của doanh nghiệp.

Trình độ kỹ thuật và sự lành nghề của người lao động không chỉ có ý nghĩa quan trọng đối với việc nâng cao chất lượng sản phẩm, dịch vụ mà còn có thể làm giảm chi phí SXKD do việc sử dụng hợp lý nguyên nhiên vật liệu, làm việc khoan học...trong quá trình sản xuất, cung cấp dịch vụ góp phần nâng cao thu nhập cho doanh nghiệp.

1.3.2.5. Năng lực quản trị kinh doanh

Trong xu thế toàn cầu hóa, dưới sức ép và tác động từ nhiều phía của môi trường kinh doanh, những yêu cầu đối với quá trình sản xuất và yêu cầu về sản phẩm, dịch vụ cung cấp ngày càng đòi hỏi phải đáp ứng được các tiêu chuẩn hết sức khắt khe. Với sự trợ giúp của tiến bộ kỹ thuật công nghệ, khoa học về quản lý SXKD nói chung, quản trị doanh nghiệp nói riêng đã phát triển những bước tiến nhảy vọt. Trong điều kiện đó, một doanh nghiệp muốn tồn tại và phát triển lâu dài phải có một bộ máy quản lý SXKD đủ mạnh để sử dụng một cách tốt nhất các nguồn lực cho quá trình sản xuất, biết tận dụng mọi cơ hội và tiềm năng, ứng phó một cách linh hoạt với những cơ hội, những biến động của môi trường để nâng cao hiệu quả SXKD. Do đó, năng lực quản trị kinh doanh luôn được nhắc tới như một yếu tố đặc biệt quan trọng tác động tới giá trị doanh nghiệp.

Quản trị kinh doanh là một khái niệm rộng lớn. Năng lực quản trị kinh doanh của một doanh nghiệp được đánh giá theo các nội dung cơ bản của hoạt động quản trị, bao gồm: Đánh giá về khả năng hoạch định chiến lược, tầm nhìn, chiến thuật, trình độ tổ chức bộ máy quản lý, hệ thống kiểm soát nội bộ, năng lực quản trị các yếu tố đầu vào và đầu ra của quá trình sản xuất, khả năng quản trị nguồn nhân lực...

Năng lực quản trị kinh doanh mang yếu tố định tính nhiều hơn là định lượng. Vì vậy, khi đánh giá cần xem xét chúng dưới tác động của môi trường. Ngoài ra, năng lực quản trị kinh doanh tổng hợp còn được thể hiện thông qua hệ thống các chỉ tiêu tài chính doanh nghiệp. Do đó, thực hiện phân tích tổng thể tình hình tài chính trong những năm gần với thời điểm định giá có thể rút ra những kết luận quan trọng về năng lực quản trị và sự tác động đến giá trị doanh nghiệp.

1.3.3. Nhân tố con người tham gia công tác định giá doanh nghiệp.

Một nhân tố cũng hết sức quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả công tác định giá doanh nghiệp là trình độ của cán bộ định giá về tổ chức công việc, năng lực cán bộ quản lý, cán bộ chuyên môn. Kinh nghiệm chuyên môn và trình độ của cán bộ tham

gia công tác định giá có ảnh hưởng rất lớn đến tính tin cậy về kết quả và tiến độ định giá doanh nghiệp. Dù có một môi trường kinh tế phát triển, một môi trường pháp lý hoàn thiện nhưng trình độ của cán bộ định giá mà yếu kém thì cũng không thể nâng cao được chất lượng và hiệu quả của công tác định giá doanh nghiệp. Do đó, những người tham gia công tác định giá cần có trình độ chuyên môn cao, hiểu biết sâu sắc về lĩnh vực ngành nghề, tài chính, kế toán, nắm bắt và cập nhật các phương pháp định giá để lựa chọn phương pháp phù hợp nhất trong từng doanh nghiệp cụ thể.

1.3.4. Nhân tố tiền tệ và lạm phát

Nhân tố tiền tệ và lạm phát cũng ảnh hưởng rất lớn tới công tác định giá doanh nghiệp. Khi tiền tệ dư thừa (hoặc khan hiếm) và lạm phát tăng cao (hoặc thiếu hụt), việc định giá sẽ phải đầu tư nhiều thời gian và công sức hơn để xác định mức độ ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp (giá trị tài sản ròng, sự tăng trưởng và mức sinh lời...) từ đó có thể đưa ra các đánh giá về của các nhân tố này và giá trị doanh nghiệp.

Ví dụ khi lãi suất đã giảm đáng kể, giúp giảm chi phí của doanh nghiệp (cả DNNN và DNNQD) có vay vốn ngân hàng. Một tính toán cho thấy việc giảm lãi suất từ năm 1998 đến 2000 tại Trung Quốc đã giúp DNNN tăng 52 tỷ tệ lợi nhuận, chiếm 28% tổng số lợi nhuận tăng lên. Cũng trong giai đoạn này, cắt giảm lãi suất giúp DNNQD tăng lợi nhuận 30 tỷ tệ, chiếm 29% tổng lợi nhuận tăng lên của DNNQD.

Sự tăng lên của giá dầu trên thị trường thế giới và trong nước, làm cho ngành dầu khí thu được nhiều lợi nhuận hơn. Lợi nhuận trong ngành chiết khấu dầu (gần như toàn bộ là sở hữu nhà nước) năm 1998 và 2000 tương ứng là 14 và 115 tỷ tệ, tăng 101 tỷ tệ. Dự kiến sơ bộ cho thấy 37 tỷ tệ là do cắt giảm lãi suất. Do vậy, 97 tỷ tệ còn lại cơ bản là do sự thay đổi giá dầu. Cũng trong thời gian này, sự tăng lên về giá dầu cũng làm tăng chi phí sản xuất trong các DNNN và do đó cũng ảnh hưởng không tốt đến lợi nhuận của DNNN trừ những công ty dầu. Những ảnh hưởng này tính được là 18 tỷ tệ. Do vậy, việc tăng giá dầu thực tế làm tăng lợi nhuận của DNNN lên 79 tỷ tệ, chiếm 42% tổng lợi nhuận tăng thêm của DNNN công nghiệp. Theo đó sẽ ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp khi được định giá có tính đến các yếu tố này. [54, tr. 16-17].

1.3.5. Hệ thống luật pháp và môi trường pháp lý

Môi trường pháp lý cũng là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả công tác định giá doanh nghiệp vì những người làm công tác định giá cũng phải hoạt động theo đúng quy định của pháp luật. Môi trường pháp lý minh bạch, các văn bản

ban hành ra được nghiên cứu kỹ lưỡng, phù hợp với đặc điểm của nền kinh tế sẽ giúp cho việc định giá đạt được hiệu quả cao hơn.

Môi trường pháp lý hoàn chỉnh sẽ buộc các doanh nghiệp phải công khai hoá và minh bạch hoá tình hình tài chính của mình. Điều này cũng giúp các cán bộ định giá dễ dàng hơn trong việc thu thập số liệu cũng như dự đoán tình hình của doanh nghiệp trong quá trình định giá.

1.3.6. Phương pháp định giá áp dụng

Định giá doanh nghiệp không phải là môn khoa học chính xác do bản thân doanh nghiệp là một thực thể có nhiều yếu tố cấu thành phức tạp, có tính đặc thù và chịu ảnh hưởng nhiều của các yếu tố ngẫu nhiên. Bởi vậy, không thể có một phương pháp luận duy nhất để có thể áp dụng để định giá cho tất cả các doanh nghiệp mà mỗi trường hợp định giá phải được đánh giá theo hoàn cảnh riêng của nó. Việc định giá đòi hỏi phải có một cách tiếp cận logic, phương pháp hợp lý cùng với sự áp dụng linh hoạt, cẩn trọng. Tùy trong từng hoàn cảnh và đối tượng doanh nghiệp định giá khác nhau, sự ảnh hưởng của các yếu tố trong lựa chọn phương pháp định giá thường không giống nhau đòi hỏi người định giá phải có sự cân nhắc, lựa chọn phương pháp định giá cho phù hợp (được trình bày chi tiết tại mục 1.2.3 – Lựa chọn phương pháp định giá doanh nghiệp).

1.4. Một số kinh nghiệm quốc tế liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp

Công tác định giá doanh nghiệp là một vấn đề đặc biệt phức tạp. Trên giác độ quản lý nhà nước về tiến trình cải cách DNNN diễn ra nhanh hay chậm sẽ phụ thuộc một phần quan trọng vào các qui định ban hành có liên quan đến trình tự, cách thức và phương pháp định giá doanh nghiệp một cách thích hợp với cơ chế chính sách định giá có tính khả thi cao. Việc học tập và kế thừa kinh nghiệm của quốc tế là một trong những cách tiếp cận quan trọng để vận dụng vào việc ban hành chính sách nói riêng và đáp ứng những đòi hỏi của công tác định giá doanh nghiệp nói chung.

Một số quốc gia trên thế giới có nhiều nét tương đồng với Việt Nam như: Trung Quốc, Nga, Bungary, Hàn Quốc và Pháp sẽ được nghiên cứu các vấn đề liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp để từ đó rút ra những bài học kinh nghiệm từ việc định giá để chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước trên thế giới để đóng góp cho công cuộc đổi mới và phát triển DNNN của Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

Từ những thập niên 80 của thế kỷ trước, trên cơ sở đánh giá tính kém hiệu quả phổ biến của DNNN, hơn 80 quốc gia trên thế giới tiến hành thu hẹp diện và phạm vi hoạt động của DNNN thông qua khá nhiều giải pháp khác nhau như: Giải thể, sáp nhập, cho thuê, cổ phần hóa...; Trong đó cổ phần hóa (CPH) là giải pháp được lựa chọn và là giải pháp quan trọng được áp dụng ở nhiều quốc gia.

1.4.1. Kinh nghiệm tại một số quốc gia trên thế giới

1.4.1.1. Công tác định giá doanh nghiệp tại Trung Quốc

Kinh nghiệm CPH của Trung Quốc có lẽ tương đối phù hợp để áp dụng ở Việt Nam vì sự tương đồng giữa chế độ chính trị và gần gũi về mặt địa lý. Sau hơn 28 năm (bắt đầu từ năm 1978) thực hiện cải cách đổi mới DNNN, Trung Quốc đã đạt được những thành tựu nhất định, song cũng gặp không ít khó khăn trở ngại. Các nhà cải cách DNNN Trung Quốc đều có chung đánh giá, các DNNN được thay đổi từ các đơn vị hành chính sang các thực thể kinh tế độc lập. Từ đầu thập kỷ 90, các hướng chính trong đổi mới DNNN tập trung chủ yếu vào việc mở rộng quyền tự chủ của doanh nghiệp; Xây dựng thể chế đại diện quyền sở hữu của Nhà nước và hoàn thiện chế độ doanh nghiệp tự quản; Phát triển DNNN theo mô hình doanh nghiệp hiện đại.

Mô hình doanh nghiệp tự quản là sự kết hợp của phương thức kinh doanh của doanh nghiệp ngoài quốc doanh với quản lý nhà nước, chuyển từ nhà nước kinh doanh sang các doanh nghiệp ngoài quốc doanh, trong đó cổ phần hóa thông qua công tác định giá doanh nghiệp là một khâu then chốt. Trong chế độ doanh nghiệp tự quản, các cổ đông trở thành người chủ thực sự trong doanh nghiệp, đây là mấu chốt của sự cải thiện quản lý DNNN ở Trung Quốc. Các DNNN đã được cổ phần hóa vận hành theo Luật Công ty với mô hình doanh nghiệp tự quản là cơ sở tạo nên sức cạnh tranh của doanh nghiệp.

Việc định giá doanh nghiệp được thực hiện bởi các tổ chức đánh giá có tính chất chuyên nghiệp, gọi chung là “cơ quan đánh giá tài sản”. “Cơ quan đánh giá tài sản” thực hiện thu phí đối với các dịch vụ đánh giá giá trị doanh nghiệp. Mức thu phí cụ thể sẽ do Quốc Vụ Viện ủy nhiệm cho các cơ quan tài chính, vật giá và chủ quản của doanh nghiệp xác định. Theo tinh thần của Nghị định số 91 do Quốc Vụ Viện công bố ngày 16/11/1991 thì “Cơ quan hành chính chủ quản về quản lý tài sản Nhà nước” và “Cơ quan chủ quản ngành hàng” của doanh nghiệp có trách nhiệm quản lý và kiểm tra kết quả định giá doanh nghiệp. [28, tr. 56]

Nghị định đưa ra những quy định có tính nguyên tắc đối với việc đánh giá là phải đảm bảo "...tính trung thực, tính khoa học, tính khả thi và theo các tiêu chuẩn, trình tự và phương pháp được phép sử dụng:

+Phương pháp theo giá trị thu lợi.

+Phương pháp theo giá thị trường hiện tại.

+Phương pháp theo giá trị thanh lý.

+Phương pháp đánh giá khác của cơ quan hành chính chủ quản về quản lý tài sản nhà nước thuộc Quốc Vụ Viện quy định. [42, tr. 1-6]

Từ năm 1994, Chính phủ Trung Quốc đã chấp nhận một phương thức cải cách DNNN linh hoạt hơn với đặc trưng là "nắm lớn, bỏ nhỏ". Chiến lược này tập trung vào việc duy trì hơn 1.000 DNNN quy mô lớn, thông qua việc áp dụng thể chế, Trung Quốc đã và đang xây dựng phương hướng, nội dung cải cách và phát triển các DNNN theo mô hình doanh nghiệp hiện đại với những đặc trưng như: Doanh nghiệp có pháp nhân đầy đủ và là người bỏ vốn đầu tư, trở thành thực thể pháp nhân độc lập, được hưởng quyền lợi và nghĩa vụ dân sự, tự chủ kinh doanh theo pháp luật, tự chịu lỗ lãi, nộp thuế theo quy định, có trách nhiệm bảo toàn và tăng giá trị tài sản. Nhà nước được coi là người bỏ vốn, không được trực tiếp can thiệp vào hoạt động sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp và chỉ quản lý gián tiếp doanh nghiệp với tư cách là một cổ đông. Việc phát triển theo các định hướng này sẽ giúp DNNN khắc phục sự lạc hậu, nâng cao sức cạnh tranh trên thị trường và giữ được vai trò quan trọng trong nền kinh tế quốc dân. [52, tr. 42]

Cuối năm 1995, trong khu vực công nghiệp có những doanh nghiệp từ cấp huyện trở lên đã chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần. Năm 1996 con số này tăng tới 8.282 doanh nghiệp. Cổ phiếu của những công ty này không được giao dịch trên thị trường chứng khoán, vì vậy cho đến năm 1997 chỉ những công ty cấp tỉnh mới có chứng khoán niêm yết trên thị trường. Đến năm 2000 khoảng 1.400 DNNN lớn của Trung Quốc đã niêm yết trên thị trường chứng khoán với tổng giá trị thị trường chiếm khoảng 40% GDP. Tuy nhiên, một phần ba số cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Trung Quốc sở hữu bởi các cá nhân và phần còn lại được sở hữu bởi nhà nước và các tổ chức tín dụng của nhà nước. Theo đó ít có sự thay đổi về cơ chế kiểm soát và điều hành của doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa, cơ chế cũ vẫn tồn tại trong hầu hết các công ty đã được CPH.

Từ đầu những năm 2004, Trung Quốc đang bước sang giai đoạn cao điểm cổ phần Nhà nước các công ty lớn, chính phủ ra quyết định tăng tốc độ chuyển nhượng trong vòng 2 năm phải thực hiện việc chuyển đổi kinh tế sang cơ chế thị trường quyết định này đã được ủy ban TW Đảng cộng sản Trung Quốc thông qua từ tháng 10/2003. Trung Quốc tiếp tục giảm 100.000 DNNN. Thực tế số lượng doanh nghiệp nhà nước năm 1996 là 114.000 doanh nghiệp đã giảm xuống còn 34.000 đến năm 2003. Thêm vào đó tỷ lệ cổ phiếu của nhà nước từ 41% trong năm 1998 đã giảm xuống 34% trong năm 2003. [57, tr. 10-15]

Để khuyến khích các doanh nghiệp nhà nước chuyển sang hình thức công ty cổ phần Trung Quốc áp dụng hàng loạt các chính sách ưu đãi như giảm thuế thu nhập, tăng quyền tự chủ cho các doanh nghiệp trong quản lý đầu tư, lao động sản xuất, tiêu thụ và hỗ trợ đặc biệt từ Nhà nước dưới hình thức tín dụng trực tiếp. Tuy nhiên trong công ty cổ phần vẫn còn tồn tại phân biệt đối xử với cổ phần nhà nước trong việc phân chia lợi nhuận. [36, tr. 43-44]

1.4.1.2. Công tác định giá doanh nghiệp tại Nga

Công tác định giá doanh nghiệp là một trong những khâu then chốt trong quá trình chuyển đổi sở hữu (tư nhân hoá) được thực hiện đầu tiên của quá trình chuyển đổi ở Nga. Có thể nói tư nhân hoá và cụ thể là công tác định giá doanh nghiệp ở Nga được thực hiện một cách ồ ạt, toàn diện và triệt để ngay từ giai đoạn đầu của quá trình chuyển đổi. Tuy nhiên, mục đích định giá doanh nghiệp chủ yếu mang tính chính trị, do đó, công tác định giá doanh nghiệp này đã nhanh chóng tạo ra tầng lớp hữu sản làm nền tảng kinh tế cho xã hội mới mà họ hướng tới. Trong quá trình này “tốc độ” chuyển đổi là ưu tiên hàng đầu trong quá trình định giá để tư nhân hoá. Đã có không ít so sánh giữa phương thức định giá chuyển đổi ở Châu Âu và Châu Á và cho rằng “chuyển đổi từ từ” là ưu việt và thành công hơn.

Có thể thấy rằng vào thời kỳ chuyển đổi ở Liên Xô trước đây đã đồng thời xảy ra 4 khủng hoảng và tương ứng là 4 “biến đổi”: Khủng hoảng cơ cấu công nghiệp; Khủng hoảng tài chính-ngân sách; Khủng hoảng bản thân nền kinh tế XHCN và Khủng hoảng nhà nước (khủng hoảng chính trị), nhà nước sụp đổ. Trong bối cảnh đó, ai cũng mong bất ổn định để “đục nước, béo cò”, thì quá trình định giá để tư nhân hoá và chuyển đổi sở hữu được nhanh chóng thực hiện và chính tầng lớp tư sản sẽ quan tâm đến bảo vệ tài sản của họ, và tạo ra “nền tảng” kinh tế cho chế độ mới dự định

thiết lập. Trong bối cảnh đó, công tác định giá để phục vụ việc tư nhân hoá theo một kế hoạch thống nhất được chuẩn bị công phu cũng không thể có được. Do đó giá trị doanh nghiệp cũng không thể xác định chính xác được và thông thường là thấp hơn giá có thể thực hiện được.

Về đối tượng để tiến hành công tác định giá đã được phân biệt loại tài sản và hoạt động không định giá để tư nhân hoá; còn lại là tài sản và hoạt động thuộc đối tượng định giá để tư nhân hoá. Tài sản và hoạt động không được định giá thường gồm những thứ đặc biệt nguy hiểm đến cuộc sống như mỏ uran, khai thác, sản xuất và sử dụng uran hay các lĩnh vực có bí mật quốc gia. [36, tr. 43-44]

Cổ phần hóa DNNN tại Nga bắt đầu thực hiện thí điểm vào năm 1990 và tiến hành rộng rãi vào những năm của thập niên 90. Nga là nước có tiềm năng to lớn về tài nguyên cũng như khoa học kỹ thuật, nhưng sản xuất hàng hóa kém phát triển, tình trạng bất ổn kéo dài, sức mua của công chúng còn thấp. Chính phủ phải lấy mục tiêu phân phối làm trọng điểm cho việc CPH DNNN, bằng cách cấp “giấy chứng nhận” cho toàn bộ 150 triệu công dân Nga để mua cổ phần trong doanh nghiệp Nhà nước khi CPH, mỗi người nhận một “giấy chứng nhận” với lệ phí 25 rúp. Mỗi giấy chứng nhận có mệnh giá 10.000 rúp và có thể tự do trao đổi. Cán bộ công nhân viên chức của các doanh nghiệp Nhà nước có thể mua nhiều cổ phần trong doanh nghiệp Nhà nước trước khi bán đấu giá theo các “giấy chứng nhận” này.

Đến năm 1995, đợt cổ phần hóa thứ nhì diễn ra, lần này các công ty nhà nước lớn nhất được tư nhân hóa. Đến giữa năm 1996, công cuộc cổ phần hóa coi như đã hoàn tất. Cùng một “kịch bản” của đợt cổ phần hóa thứ nhất, các công nhân viên đều được chia một số cổ phiếu, số cổ phiếu còn lại bán ra ngoài, ai còn tiền dành dụm thì giữ lại, ai túng tiền thì bán, thậm chí bán “lúa non”. Hầu hết số cổ phiếu và quyền làm chủ các cơ sở được cổ phần hóa đã rơi vào tay các đối tượng có chân trong bộ máy cầm quyền.

Sau cuộc bầu cử năm 1996, chương trình CPH tiếp tục, tập trung vào các xí nghiệp hàng đầu như YeES Rossii (điện lực), Rosgosstrakh (bảo hiểm)... ; Một lần nữa, công nhân các đơn vị này lại “bán như cho” các cổ phiếu của họ. Từ các đợt CPH này, chỉ 5 năm đã xuất hiện một lớp tỷ phú mới ở Nga, tài sản quốc gia từ chỗ là của chung nay trở thành của riêng của một lớp người nhờ đang “ngồi trước” mà “ăn trên”.

Một nhóm tác giả khác của Đại học Maryland nhận xét rằng: *“Tại Nga việc bán trong nội bộ sẽ dẫn đến định giá có lợi cho nội bộ với nhau nhưng có hại cho xí nghiệp, nhất là khi nhà nước chẳng kiểm soát được gì. Thành ra càng cổ phần hóa ô ạt, càng bán giá nội bộ ô ạt, trừ phi có sẵn một cơ chế kiểm soát”*. [37, tr. 8]

Hơn 15 năm nhìn lại về tư nhân hoá trong đó có công tác định giá doanh nghiệp ở Nga có ý kiến cho rằng: *Tốt nhất là định giá để tư nhân hoá 100%, nếu không thì nhà nước nắm giữ 100%, còn “hỗn hợp nhà nước tư nhân” là không thích hợp, ngay cả khi nhà nước có hơn 50% cổ phần*. Trong các công ty cổ phần hỗn hợp, cổ phần nhà nước thường được giao cho một hoặc một số người trực tiếp quản lý; cơ chế giám sát thường buông lỏng hơn so với 100% vốn nhà nước. Do đó, nếu nhà nước có hơn 50% cổ phần, thì những người được giao quản lý cổ phần nhà nước nắm quyền chi phối; và các cổ đông tư nhân ở vị thế thiểu số chủ động tìm cách cấu kết với những người nói trên chuyển giá trị tài sản nhà nước đầu tư sang cho tất cả họ. Nếu nhà nước chỉ chiếm nhỏ hơn 50%, thì chính những người được giao quản lý cổ phần sẽ chủ động tìm cách cấu kết với các cổ đông khác chuyển giá trị công ty ra bên ngoài. Như vậy, yếu tố ngầm luôn có và chi phối trong hoạt động kinh doanh trong cả hai trường hợp nói trên. Thêm vào đó, các cơ quan hành chính và công chức có liên quan vẫn có thói quen và cơ sở để can thiệp hành chính trực tiếp vào hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Tóm lại, doanh nghiệp với cơ cấu sở hữu hỗn hợp nhà nước- tư nhân thường có hoạt động “ngầm” và chưa hoàn toàn tuân theo cơ chế thị trường.

Có thể nói tại Nga việc tư nhân hóa đã bán các doanh nghiệp nhà nước với mức rẻ mạt cho tư nhân, theo ước tính nước Nga chuyển đổi mới mười năm mà số tỷ phú USD của Nga chiếm tới 40% tổng số của cải làm ra trong 1 năm của cả nước, còn của Mỹ đã qua mấy trăm năm phát triển chủ nghĩa tư bản thì tương ứng chỉ chiếm hơn 6%). [39, tr. 3]

Chủ trương không khép kín cổ phần hóa cho các thành viên trong doanh nghiệp tại Nga có thể góp phần đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa. Chủ trương gán cổ phần, cổ phiếu với thị trường chứng khoán, càng góp phần thúc đẩy cổ phần hóa. Song, để thực hiện tốt những chủ trương ấy, để những chủ trương ấy là lành mạnh, tích cực, thì phải có những biện pháp khác quản lý kèm theo. Về phương diện này, việc cổ phần hóa ở Nga đã cho thấy những kinh nghiệm đau xót, như: Trường hợp Nhà máy chế tạo grafit (than chì) cung cấp cho công nghiệp quốc phòng và nhiều công nghiệp khác đã phát

hành cổ phiếu không ghi tên, nghĩa là có thể mua bán trên thị trường chứng khoán, nhà nước lại không giữ tỷ lệ cổ phần khống chế, một nhà tư bản Mỹ đã mua được 60% số cổ phiếu, trở nên người chủ sở hữu nhà máy, sau đó tuyên bố đóng cửa nhà máy. Thế là từ đó toàn bộ grafit cần thiết của Nga đều phải nhập từ Mỹ. Đây là một nguy cơ mất độc lập tự chủ, đi đến lệ thuộc. [38, tr. 1-2]

Đến năm 2005, có thể nói tư nhân hoá ở Nga đã vào giai đoạn cuối. Hiện nay, Nga còn 9.500 xí nghiệp liên hợp nhà nước, 4.000 công ty nhà nước (trong đó, từ 250 đến 300 công ty có cổ phần chi phối của nhà nước, còn lại là dưới 50%). Điều đáng lưu ý là, các xí nghiệp liên hợp nhà nước vẫn hoạt động hoàn toàn theo cơ chế cũ dưới chế độ kinh tế kế hoạch hoá tập trung và công tác định giá để phục vụ quá trình chuyển đổi được thực hiện trước khi có luật, hay nói cách khác “cuộc chơi” mà chưa có luật thích hợp.

Dự kiến đến năm 2007, Chính phủ Nga sẽ hoàn thành tư nhân hoá; lúc đó, nhà nước chỉ còn giữ những tài sản đảm bảo cho hoạt động bình thường của nhà nước, còn lại sẽ tư nhân hoá hết. Cụ thể là: đến 2005 nhà nước sẽ bán hết cổ phần còn lại của mình trong các ngành khai thác khí, điện ảnh, chế tạo máy không chiến lược; đến 2006 trong ngành hàng không dân dụng, y tế, hoá và hoá dầu. Có ý kiến lo ngại rằng phương hướng chính sách là hợp lý, nhưng thời gian thực hiện quá gấp; do đó, nguy cơ tài sản nhà nước rơi vào tay chủ sở hữu không đáng tin cậy là rất lớn. [53, tr. 1-12]

1.4.1.3. Công tác định giá doanh nghiệp tại Bungari

Bungari đã tiến hành chuyển đổi được hơn 14 năm nhưng vẫn chưa thể nói chắc là đã xây dựng được một nền kinh tế thị trường thực sự. Bungari bắt đầu tư nhân hoá các doanh nghiệp nhà nước từ năm 1992. Theo ý kiến của Ngân hàng thế giới (WB) thì Bungari có 3 nhiệm vụ trong vấn đề này là : "Nhanh, nhanh và rất nhanh".

Để thu hút đầu tư nước ngoài, Bungari đã có quy định về tư nhân hóa là 90% số xí nghiệp phải được bán qua đấu thầu công khai với yêu cầu phải có phương án dự thầu thể hiện sự kết hợp giữa kinh tế thị trường và quản lý Nhà nước. Để khuyến khích tái đầu tư, Bungari quy định 3 năm đầu tái đầu tư không phải nộp thuế.

Theo kinh nghiệm của Bungari, các doanh nghiệp thua lỗ khó tư nhân hoá và khó quản lý sau khi được tư nhân hóa vì các đối tượng mua thường nhằm mục đích đầu cơ, mua đi bán lại. Các lĩnh vực tư nhân hoá nhanh và đạt kết quả tốt là: Du lịch, dược phẩm (đã tư nhân hoá 97%) và nông nghiệp (đã tư nhân hoá 99,9%).

Phương pháp định giá doanh nghiệp khi tư nhân hóa: Tổng giá trị tài sản (Máy móc, nhà xưởng, tên hãng, thương hiệu, hợp đồng thương mại hiện có, mức độ sử dụng năng lượng...) trừ đi Tổng giá trị nợ.

Năm 2002, Quốc hội Bungari đã có quy định mới về tư nhân hóa với điều kiện đơn giản hơn, trong đó có yêu cầu phải làm rõ xuất xứ của tiền và doanh thu của doanh nghiệp. Các lĩnh vực cần hạn chế tư nhân hoá thuộc danh mục loại trừ vì an ninh quốc gia là: đường sắt và y tế.

Những điểm còn tồn tại trong quá trình tư nhân hóa ở Bungari mà sắp tới sẽ phải sửa đổi là: Vấn đề rủi ro chính trị đang tạo nên tâm lý sợ sự thay đổi; vấn đề trách nhiệm của nhà đầu tư (hình thức và mức phạt đối với các nhà đầu tư không thực hiện được cam kết khi tư nhân hóa, như: Công ty điện tử sau 13 năm chưa được tư nhân hóa xong, Hãng hàng không Balkan Airlines sau khi được tư nhân hóa đã phá sản...).

Để quản lý hiệu quả tư nhân hoá, Bungari đã thành lập Ủy ban thanh tra sau tư nhân hoá. Trong quá trình tư nhân hóa và chuyển đổi doanh nghiệp, Bungari không có thời gian chuyển tiếp nên đã gặp nhiều khó khăn, các doanh nghiệp khó thích ứng nền kinh tế trong nước với hội nhập kinh tế quốc tế.

Trong việc xây dựng nền kinh tế thị trường và quá trình tư nhân hóa cần xác định những lĩnh vực phải giữ lại sở hữu nhà nước. Ngay từ đầu, phải đặt mục tiêu của việc tư nhân hóa là nhà nước phải thu hồi được vốn hoặc phải có được nguồn thu thích đáng từ việc tư nhân hóa. Trong quá trình tư nhân hóa, nếu làm không tốt đối với các doanh nghiệp nhỏ thì có ít ảnh hưởng nhưng nếu làm không tốt đối với các doanh nghiệp lớn thì sẽ có ảnh hưởng nghiêm trọng tới nhiều vấn đề kinh tế, xã hội và công ăn việc làm cho người lao động. [26, tr. 1-16]

Quá trình tư nhân hoá của Bungari được đánh giá là khá mở với các điều kiện khá dễ và tuy chưa tạo được nền kinh tế thị trường nhưng tạo được điều kiện cạnh tranh tương đối bình đẳng. [47, tr. 12-16]

1.5.1.4. Công tác định giá doanh nghiệp tại Hàn Quốc

Cải cách khu vực kinh tế quốc doanh gồm 2 đợt:

+ Đợt một (1968-1973): Tổng số 7 xí nghiệp quốc doanh được bàn giao cho khu vực tư nhân, cho các tổ chức tài chính hoặc tổ chức lại thành doanh nghiệp mới.

+ Đợt 2 (sau 1973): Tiến hành CPH một số xí nghiệp quốc doanh chủ yếu, trong đó bao gồm cả các ngân hàng thương mại, đồng thời nâng cao hiệu quả kinh

doanh giảm chi phí ở những doanh nghiệp quốc doanh chưa CPH theo luật quản lý doanh nghiệp quốc doanh ban hành tháng 12/1983.

Cuối năm 1987 Chính phủ Hàn Quốc thông qua một kế hoạch bán một phần hoặc toàn bộ tài sản của xí nghiệp quốc doanh như: Các công ty điện, công ty viễn thông, công ty quặng sắt và thép pohang, công ty độc quyền thuốc lá, nhân sâm Gisheng...

Hàn Quốc thực hiện CPH DNNN thông qua chương trình “cổ phần hóa nhân dân”, nghĩa là chủ yếu ưu tiên phân phối 95% cổ phần cho người có thu nhập thấp (trong đó 20% bán cho công nhân viên xí nghiệp, số còn lại bán cho các thợ thuyền, tiểu thủ công nghiệp, nông dân và ngư dân). Bán rẻ và thanh toán dần nhằm giúp người có thu nhập thấp có thể mua cổ phần. Nhờ chương trình này nên ngay năm 1987 hơn 49% cổ phần đã được bán cho công chúng.

Chính phủ Hàn Quốc thực hiện chính sách duy trì công tác kiểm soát hoạt động của các Công ty đã CPH nên chủ yếu bán một phần tài sản doanh nghiệp lớn và giữ lại một phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp. [36, tr. 44]

1.5.1.5. Công tác định giá doanh nghiệp tại Pháp

Công tác định giá doanh nghiệp tại Pháp được thực hiện chủ yếu qua chương trình tư nhân hóa. Chương trình này được đặt dưới sự chỉ đạo của một ủy ban, được gọi là “ủy ban tư nhân hóa”. ủy ban hoạt động theo nhiệm kỳ 5 năm. Trong suốt nhiệm kỳ, các thành viên thực hiện nhiệm vụ được giao có tính chất chuyên trách và không được phép kiêm nhiệm bất kỳ một công việc nào khác. Nếu vi phạm nguyên tắc bất kiêm nhiệm, các thành viên có thể bị bãi miễn thông qua sự biểu quyết đa số của các thành viên còn lại. [30, tr. 38-56]

Để thực hiện định giá, các DNNN thuộc diện tư nhân hóa được phân chia thành 4 loại theo tiêu thức về quy mô (vốn và lao động).

+Loại 1: DNNN có trên 2000 lao động và doanh số trên 2 tỷ France. Thẩm quyền xác định giá trị các doanh nghiệp loại 1 thuộc về “ủy ban tư nhân hóa”

+Loại 2: DNNN có quy mô nhỏ hơn loại 1 nhưng có số lao động trên 1000 và doanh số trên 1 tỷ France.

+Loại 3: Nhỏ hơn loại 2, có trên 50 lao động và doanh số trên 50 triệu France.

+Loại 4: Doanh nghiệp có không quá 50 lao động và doanh số từ 50 triệu France trở xuống.

Loại 2,3 và 4 được giao cho các chuyên gia độc lập. Mục tiêu của việc xác định giá trị doanh nghiệp là để tìm ra giá sàn mức giá tối thiểu làm căn cứ để Bộ trưởng kinh tế lựa chọn phương thức bán qua thị trường chứng khoán, đấu thầu hay thỏa thuận bán cho người lao động. [44, tr. 31-32]

Theo Luật năm 1986, Bộ trưởng kinh tế không được phép chuyển nhượng doanh nghiệp theo giá thấp hơn mức giá sàn mà ủy ban hay các chuyên gia độc lập đã đưa ra. Đồng thời Luật cũng quy định Bộ trưởng kinh tế phải tham khảo ý kiến ủy ban trước khi quyết định mức giá cụ thể. [31, tr. 2-8]

Luật cũng quy định các phương pháp mà Chính phủ có thể sử dụng để thẩm định lại nếu thấy cần thiết. Các phương pháp đó là:

+Phương pháp định giá chứng khoán.

+Phương pháp giá trị tài sản thuần.

+Phương pháp hiện tại hóa lợi nhuận thuần.

+Phương pháp chiết khấu dòng tiền.

+Kết hợp các phương pháp với nhau. Trong đó, phương pháp giá trị tài sản thuần luôn được lựa chọn với trọng số cao nhất. [60, tr. 31-33]

Việc định giá của theo phương pháp chiết khấu dòng tiền được áp dụng dựa trên kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp và kế hoạch kinh doanh có được là nhờ 5 yếu tố chính: Các đối thủ cạnh tranh hiện nay, môi trường pháp lý, tình hình công ty, đối tác và tiềm năng thị trường. Định giá của công ty được thực hiện theo phương pháp luồng tiền chiết khấu trong một thời kỳ (ví dụ 10 năm), mối tương quan với doanh thu, thu nhập ròng, khách hàng và giá trị của công ty còn dựa trên tương lai của công ty. [45, tr. 79-84]

Trong tiến trình chuẩn bị định giá để CPH doanh nghiệp được tư vấn nên chọn đối tác chiến lược dựa trên các tiêu chí sau: Quy mô, kinh nghiệm hoạt động trên thị trường quốc tế và chất lượng dịch vụ mà đối tác chiến lược có được. Nhờ vào khả năng của đối tác chiến lược doanh nghiệp sẽ có được những lợi ích trong việc: mua được những sản phẩm tốt nhất với giá cả hợp lý có thể giảm được 25 đến 30% giá; các nghiên cứu phát triển và sáng kiến, công nghệ, dịch vụ, tài chính, chia sẻ năng lực và đặc biệt là thương hiệu của các doanh nghiệp. [2, tr. 1-8]

Nhìn chung, chính phủ các nước sẵn sàng hỗ trợ cho các nhà đầu tư mua lại những DNNN kinh doanh thua lỗ. Mục tiêu của các chính phủ trong việc tư nhân hóa

các doanh nghiệp loại này thường không phải là kiếm lợi, tăng thu cho ngân sách, mà chủ yếu là nhằm giảm nhẹ gánh nặng chi tiêu bao cấp cũng như những hậu quả về mặt xã hội có thể xảy ra khi DNNN lâm vào tình trạng phá sản. Các nhà đầu tư mua lại những doanh nghiệp loại này cũng không phải là trông đợi ở khả năng sinh lợi trước mắt, mà thường là nhằm vào mục tiêu thực hiện chiến lược mở rộng thị phần trong tương lai và được hưởng cơ chế khuyến khích, hỗ trợ có thể được thực hiện dưới nhiều hình thức khác nhau. Việc định giá của những doanh nghiệp này thực ra chỉ có tính chất tương đối, nhằm cung cấp thêm một căn cứ để tham khảo khi xác định các mức trợ cấp cần thiết đối với các nhà đầu tư.

1.4.2 Những bài học kinh nghiệm rút ra cho Việt Nam

Qua nghiên cứu công tác định giá chuyển đổi doanh nghiệp tại một số nước trên thế giới cho thấy hầu hết các công tác định giá doanh nghiệp để CPH đều hướng đến một số mục tiêu cơ bản sau:

- Nâng cao hiệu quả SXKD cho doanh nghiệp, tăng tính tự chủ trong hoạt động đầu tư, sử dụng lao động, tìm nguồn cung ứng và thị trường tiêu thụ giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh trong nền kinh tế thị trường.

- Giảm gánh nặng đối với ngân sách nhà nước về trợ cấp vốn, kiểm soát các DNNN đang hoạt động. Giúp nhà nước tập trung lực cho các ngành kinh tế trọng điểm và lĩnh vực hoạt động công ích vì mục tiêu chung của xã hội.

- Đánh thức nguồn vốn nhàn rỗi trong công chúng để đưa vào đầu tư, phát huy nội lực và giảm nợ tín dụng nước ngoài.

Bài học rút ra là: Kinh tế nhà nước phải chiếm lĩnh những vị trí then chốt, khi đó việc đẩy nhanh, đẩy mạnh CPH, trong đó trọng tâm là công tác định giá doanh nghiệp, gắn CPH với thị trường chứng khoán mới có ý nghĩa và điều này không làm thay đổi bản chất nền kinh tế quốc dân đang vận hành lên chủ nghĩa xã hội.

Công tác định giá doanh nghiệp để chuyển đổi DNNN nằm trong công cuộc đổi mới để phát triển nền kinh tế thị trường nên được các quốc gia tiến hành rất thận trọng từng bước thí điểm sau đó mới tiến hành đại trà. Trước tiên, nhằm vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ thuộc cấp địa phương quản lý sau đó tiến hành tại các doanh nghiệp có qui mô lớn cấp trung ương quản lý. Nhưng ở loại hình doanh nghiệp này tùy thuộc vai trò của nó mà nhà nước nắm giữ số cổ phần thường và cổ phần chỉ đạo.

Ban hành đạo luật để công ty cổ phần hoạt động; Ban hành các chính sách hỗ trợ nhằm đẩy nhanh tiến trình chuyển đổi doanh nghiệp: như chính sách ưu đãi thuế, ưu đãi mua cổ phần đối với người lao động, hỗ trợ giải quyết các tồn tại của doanh nghiệp trước và sau cổ phần hóa.

Đồng thời, qua nghiên cứu kinh nghiệm của một số nước trên thế giới cho phép rút ra được 4 bài học sau đây:

-Thứ nhất: Trong tiến trình cải cách, những yếu kém của DNNN, kể cả những khả năng xảy ra rủi ro vỡ nợ, phá sản... cần phải được làm rõ, để các nhà đầu tư đánh giá đúng giá trị doanh nghiệp, tức là Nhà nước phải tạo ra những cơ sở tin cậy để họ biết đưa ra quyết định đầu tư một cách đúng đắn.

-Thứ hai: Với doanh nghiệp ảnh hưởng nhiều đến kinh tế xã hội chưa nên tiến hành định giá để CPH; nếu họ thua lỗ phá sản có thể đưa đến những gánh nặng về mặt xã hội thì cần có giao pháp phục hồi SXKD. Trong đó, biện pháp hỗ trợ về mặt tài chính, tái cơ cấu nợ và tăng cường năng lực đội ngũ lãnh đạo là rất cần thiết.

-Thứ ba: Để định giá doanh nghiệp vừa nhanh, vừa sát thực phải cần đến các tổ chức định giá có tính chất chuyên nghiệp. Nhưng điều này không có nghĩa là sẽ loại bỏ được mối nguy cơ câu kết giữa doanh nghiệp làm thay đổi kết quả đánh giá, do vậy cần phải có 1 cơ chế giám sát hiệu quả.

-Thứ tư: Không nên quy định cứng nhắc một phương pháp, mà cần cho phép áp dụng nhiều phương pháp và nên quy định có tính nguyên tắc cho việc lựa chọn các phương pháp định giá để các chuyên gia có thể xử lý cho thích hợp với điều kiện cụ thể của mỗi loại hình doanh nghiệp.

Công tác định giá trong tiến trình cổ phần hóa DNNN ở Việt Nam có những đặc điểm khác với tính quy luật chung ở các nước. Mặc dù mỗi quốc gia có những nét đặc thù về kinh tế và chính trị ảnh hưởng đến việc lựa chọn phương pháp và cơ chế định giá doanh nghiệp, song những đánh giá, kết luận rút ra ở trên, có thể được coi là những bài học kinh nghiệm bổ ích để vận dụng một cách thích hợp vào điều kiện cụ thể của Việt Nam hiện nay.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

* Thứ nhất: Định giá doanh nghiệp là một đòi hỏi có tính chất thường xuyên và khách quan trong nền kinh tế thị trường cho các doanh nghiệp hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận. Với Việt Nam đây là một đòi hỏi có tính bức xúc trong giai đoạn chuyển đổi các doanh nghiệp đặc biệt là trong quá trình cổ phần hóa DNNN.

* Thứ hai: Định giá doanh nghiệp là sự ước tính bằng tiền về độ lớn của các khoản thu nhập phát sinh từ doanh nghiệp qua đó xác định giá trị ước tính của doanh nghiệp theo giá cả thị trường và công tác định giá doanh nghiệp là trình tự, cách thức và phương pháp để tiến hành định giá doanh nghiệp

* Thứ ba: Giá trị doanh nghiệp là một khái niệm dùng để chỉ các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại cho nhà đầu tư và khác với giá bán doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp vẫn tồn tại ngay cả khi không có việc chuyển nhượng, mua bán. Còn giá bán doanh nghiệp là mức giá được xác định khi có thêm sự tác động của yếu tố cung cầu trên thị trường, như mọi hàng hóa khác được trao đổi.

* Thứ tư: Định giá doanh nghiệp là một công việc rất phức tạp, có nhiều phương pháp định giá và nhiều quan điểm khác nhau khi định giá doanh nghiệp và định giá doanh nghiệp làm môn khoa học mang tính nghệ thuật hơn là chính xác.

* Thứ năm: Có nhiều yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp. Bao gồm các yếu tố bên trong cũng như bên ngoài doanh nghiệp. Có những yếu tố có thể lượng hóa được một cách cụ thể, nhưng cũng có những yếu tố rất khó để lượng hóa được một cách chính xác. Để công tác định giá doanh nghiệp mang tính tin cậy và thuyết phục cao thì cần phải đánh giá sự ảnh hưởng tổng thể các yếu tố đó tới giá trị doanh nghiệp.

* Thứ sáu: Mỗi một phương pháp định giá đều có những ưu nhược điểm và phù hợp với những hoàn cảnh cụ thể của doanh nghiệp, phù hợp với ngành nghề và loại hình doanh nghiệp khác nhau. Không có một phương pháp nào là phù hợp trong mọi hoàn cảnh.

* Thứ bảy: Kết quả định giá doanh nghiệp có thể có sự chênh lệch rất lớn khi sử dụng các phương pháp khác nhau và thậm chí ngay cả khi vận dụng cùng một phương pháp. Vì kết quả của mỗi phương pháp không chỉ phụ thuộc vào mặt kỹ thuật của từng phương pháp, mà còn phụ thuộc vào quan điểm định giá về mặt lợi ích của doanh nghiệp và những dự định của đối với từng nhà đầu tư với tương lai của doanh nghiệp.

* Thứ tám: Phương pháp định giá doanh nghiệp cần đảm bảo được những lợi ích thực sự mà doanh nghiệp sẽ mang lại cho nhà đầu tư, đồng thời nó cho phép người ta có cơ sở thực tiễn để lượng hóa những lợi ích đó. Có nghĩa là, nó được cả người mua và người bán cùng sử dụng làm cơ sở tin cậy để đàm phán về giá cả giữa đôi bên.

* Thứ chín: Hệ thống các nhóm phương pháp định giá doanh nghiệp như đã nêu trên là những cơ sở lý thuyết căn bản, quan trọng và không thể thiếu được để xem xét đánh giá thực trạng của việc định giá doanh nghiệp trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam.

* Thứ mười: Qua xem xét kinh nghiệm của một số nước trên thế giới có thể thấy rằng muốn định giá doanh nghiệp vừa nhanh, vừa sát thực phải cần đến các tổ chức định giá có tính chất chuyên nghiệp. Tuy nhiên không có nghĩa là sẽ loại bỏ được rủi ro về việc câu kết giữa doanh nghiệp với tổ chức định giá làm thay đổi kết quả định giá, do vậy phải cần có 1 cơ chế giám sát hiệu quả. Công tác định giá trong tiến trình cổ phần hóa DNNN ở Việt Nam có những đặc điểm khác với tính quy luật chung ở các nước đòi hỏi việc tham khảo, học hỏi kinh nghiệm của các nước cần có tính chọn lọc phù hợp với điều kiện cụ thể của Việt Nam.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG CÔNG TÁC

ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM HIỆN NAY

Hiện nay, ở Việt Nam công tác định giá doanh nghiệp chủ yếu thực hiện thông qua việc CPH DNNN, do vậy DNNN được định giá trong tiến trình CPH là đối tượng nghiên cứu chủ yếu của Luận án.

2.1. Doanh nghiệp Nhà nước và cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước với công tác định giá doanh nghiệp

2.1.1. Khái quát về doanh nghiệp Nhà nước ở Việt Nam

Theo Luật DNNN năm 2003 và Nghị định số 199/2004/NĐ-CP ngày 03 tháng 12 năm 2004 của Chính phủ thì doanh nghiệp bao gồm: Doanh nghiệp Nhà nước và doanh nghiệp khác. "Doanh nghiệp khác" là doanh nghiệp hoạt động theo Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư nước ngoài ở Việt Nam, Luật Hợp tác xã.

Doanh nghiệp Nhà nước “là tổ chức kinh tế do Nhà nước sở hữu toàn bộ vốn điều lệ hoặc có cổ phần, vốn góp chi phối, được tổ chức dưới hình thức công ty Nhà nước, công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn Nhà nước 1 thành viên”. [40, tr. 3]

Tại Việt Nam, DNNN được hình thành từ 1954 (ở miền Bắc) và từ 1975 (ở miền Nam) từ nhiều nguồn gốc khác nhau. Nhìn chung, qui mô của các DNNN phần lớn là nhỏ bé, cơ cấu phân tán được biểu hiện qua số lượng lao động và mức độ tích lũy vốn. Theo báo cáo của Bộ Tài chính năm 1992 cả nước có 2/3 tổng số doanh nghiệp có số lượng lao động dưới 200 người, lao động trong DNNN chiếm từ 5-6% tổng số lao động xã hội.

Mặt khác, DNNN đa số là sử dụng các công nghệ lạc hậu (trừ một số ít ngành) vì vậy khi chuyển sang kinh tế thị trường, các DNNN không được bao cấp mọi mặt như trước nữa và bị các thành phần kinh tế khác cạnh tranh quyết liệt, nên nhiều doanh nghiệp không trụ nổi, buộc phải phá sản giải thể. Mặc dù số lượng DNNN đã giảm từ hơn 10.000 DNNN đến ngày 1/4/1994 còn 6.264 DNNN nhưng khu vực này vẫn đóng vai trò quan trọng trong nhiều ngành kinh tế, nhất là ngành quan trọng đòi hỏi vốn đầu tư lớn, công nghệ cao và ngành cung ứng dịch vụ công cộng. Đồng thời doanh nghiệp Nhà nước vẫn là thành phần kinh tế đóng góp chủ yếu cho ngân sách Nhà nước. Cùng với sự phát triển của kinh tế thị trường, các DNNN được sắp xếp lại

doanh nghiệp dẫn đến được củng cố, hoạt động có hiệu quả hơn. Số DNNN bị lỗ giảm từ 21.7% năm 1990 xuống còn 16.1% năm 1994. Thời kỳ 1991-1995 tốc độ tăng trưởng GDP bình quân của DNNN là 11.7% trong khi nền kinh tế tăng trưởng là 8.2% bằng 1.5 % tốc độ tăng trưởng bình quân chung của nền kinh tế, tỷ trọng GDP của DNNN tăng từ 33.3% lên 39.6% so với GDP của cả nước. Thu nhập ngân sách Nhà nước tăng bình quân 50.4% năm. Trong năm 1995 các DNNN nộp ngân sách là 14.980 tỷ đồng tăng 7,7 lần so với 1990 và tăng 33% tổng thu về thuế của ngân sách Nhà nước.

DNNN là "*xương sống*" của nền kinh tế, chiếm 70% tài sản quốc gia, 50% vốn đầu tư toàn xã hội, chiếm phần lớn nguồn tín dụng từ các ngân hàng, vốn hỗ trợ phát triển chính thức (ODA)... nhưng hiệu quả của DNNN là thấp.

Theo Bộ Tài chính, 77,2% số DNNN hiện hoạt động có lãi, số còn lại bị lỗ hoặc hoà vốn. Nhưng nếu tính số DNNN có lãi cao hơn lãi suất ngân hàng thương mại thì tỷ lệ chỉ khoảng 40%, cũng có nghĩa là đem tiền gửi vào ngân hàng còn khá hơn.

Tổng vốn các DNNN khoảng 189.000 tỷ đồng nhưng nộp thuế thu nhập năm vừa qua chỉ đạt 8.000 tỷ đồng, còn lại là thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế gián thu do người tiêu dùng chịu. Tổng số nợ phải trả, phải thu lên đến 300.000 tỷ đồng, gấp 1,6 lần vốn của tất cả các DNNN. Thủ tướng đã 2 lần xử lý con số nợ xấu của DNNN (khoảng 18.000 tỷ đồng), mấy năm sau nợ xấu vẫn ở mức này. Chính phủ thời gian qua vẫn phải "*thả phao*" cứu DNNN bằng các biện pháp tài chính như khoan nợ, giãn nợ...; Các dự án mía đường lỗ hơn 2.000 tỷ đồng nhưng Chính phủ vẫn phải tính các biện pháp sắp xếp lại để ổn định đời sống cho công nhân và nông dân trồng mía. [46, tr. 2]

Nhìn từ bên ngoài, nhiều DNNN còn nhiều hạn chế bất cập. *Thứ nhất*, năng lực quản lý DNNN kém vì thiếu các nhà quản lý doanh nghiệp được đào tạo cơ bản. Cán bộ quản lý yếu về năng lực quản lý thì không thể đưa doanh nghiệp đi lên. *Thứ hai*, trình độ công nghệ của nhiều DNNN còn khá lạc hậu. Ngoài bưu chính viễn thông và một số ít doanh nghiệp thì đa số còn lại sử dụng công nghệ còn thấp, thậm chí lạc hậu. Những yếu kém này kết hợp với năng suất lao động thấp làm hiệu quả đồng vốn thấp, chất lượng sản phẩm thấp trong khi giá thành cao. Xi măng của Việt Nam so với xi măng nhập khẩu giá còn cao hơn 15% trong khi các nguyên liệu sản xuất xi măng trong nước sẵn có như đá vôi, đất sét, than. Điều này chứng tỏ bộ máy quản lý công kênh, công nghệ thiết bị lạc hậu là tình trạng phổ biến trong khu vực này.

Các DNNN vẫn thường ỷ lại vào Nhà nước, hiệu quả kinh doanh còn thấp, nhiều doanh nghiệp vẫn làm ăn thua lỗ triển miên hoạt động cầm chừng; Sự đóng góp của DNNN cho ngân sách chưa tương xứng với phần đầu tư của Nhà nước và chưa tương xứng với tiềm lực của DNNN; tình trạng mất mát và thất thoát vốn diễn ra nhiều, việc quản lý các DNNN còn nhiều yếu kém. [46, tr. 4-5]

2.1.2. Cơ sở pháp lý của công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH DNNN

Công tác định giá cũng như quá trình CPH DNNN ở Việt Nam trong suốt giai đoạn từ năm 1992 đến 2003 chỉ được thực hiện bằng các văn bản dưới luật như: Nghị định 28/CP, Nghị định 44/1998/NĐ-CP, Nghị định 64/2002/NĐ-CP. Năm 2003 Luật DNNN mới có quy định về CPH, song cho đến thời điểm Luật có hiệu lực (1/7/2004), Nghị định số 187/2004/NĐ-CP và hệ thống các văn bản hướng dẫn liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp nhìn chung tương đối đầy đủ, đồng bộ và chế định được hầu hết các vấn đề liên quan đến cổ phần hoá DNNN, từ mục tiêu, đối tượng, phương thức, hình thức cổ phần hoá cho đến phương thức và phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp, bán cổ phần, chế độ ưu đãi cho doanh nghiệp, cho người lao động trước và sau cổ phần hoá cũng như các quy định cụ thể về công tác tổ chức thực hiện.

Các quy định về công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam được tập trung chủ yếu vào định giá doanh nghiệp để CPH DNNN. Ngày 08/06/1992, thực hiện Nghị quyết của kỳ họp thứ 10, Quốc hội khóa VIII, Chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng đã ban hành Quyết định số 202/CT về việc tiếp tục làm thí điểm chuyển một số DNNN thành công ty cổ phần. Một số văn bản chính như sau:

- Nghị định số 28/NĐ-CP ngày 07/05/1996 về chuyển một số DNNN thành công ty cổ phần và Thông tư 50/TT-BTC ngày 30/08/1996 hướng dẫn Nghị định 28.

- Nghị định số 44/NĐ-CP ngày 29/06/1998 về chuyển DNNN thành công ty cổ phần (thay thế Nghị định 28), Thông tư số 104/TT-BTC ngày 18/07/1998 hướng dẫn Nghị định 44 và Thông tư số 104/1998/TT-BTC ngày 18 tháng 7 năm 1998 của Bộ Tài chính hướng dẫn những vấn đề về tài chính khi chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần (*Theo Nghị định số 44/1998/NĐ-CP*)

- Nghị định số 64/NĐ-CP ngày 19/06/2002 về chuyển DNNN thành Công ty cổ phần (thay thế Nghị định số 44) và Thông tư số 79/TT-BTC ngày 12/09/2002 hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển DNNN thành Công ty cổ phần theo Nghị

định 64; Thông tư số 76/2002/TT-BTC ngày 09 tháng 09 năm 2002 Hướng dẫn những vấn đề tài chính khi chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành Công ty cổ phần; Thông tư số 85/2002/TT-BTC ngày 26 tháng 09 năm 2002 Hướng dẫn thực hiện Nghị định số 69/2002/NĐ-CP ngày 12/7/2002 của Chính phủ về quản lý và xử lý nợ tồn đọng đối với doanh nghiệp Nhà nước; Nghị định số 69/2002/NĐ-CP ngày 12/7/2002 của Chính phủ về quản lý và xử lý nợ tồn đọng đối với doanh nghiệp Nhà nước.

- Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 về chuyển Công ty Nhà nước thành Công ty cổ phần và Thông tư số 126/2004/TT-BTC ngày 24/12/TT-BTC ngày 24/12/2004 hướng dẫn thực hiện Nghị định 187. Thông tư số 43/2004/TT-BTC, ngày 20 tháng 5 năm 2004 của Bộ Tài Chính về Hướng dẫn xử lý lỗ phát sinh từ thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp đến thời điểm doanh nghiệp nhà nước chính thức chuyển thành công ty cổ phần. Thông tư số 114/2004/TT-BTC, ngày 26 tháng 11 năm 2004 của Bộ Tài Chính Hướng dẫn thực hiện Nghị định số 188/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ về phương pháp xác định giá đất và khung giá các loại đất. Nghị định số 188/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ về phương pháp xác định giá đất và khung giá các loại đất và Công văn số 11712 TC/TCDN ngày 10 tháng 11 năm 2003 của Bộ Tài Chính hướng dẫn Quy trình cổ phần hóa DNNN.

Như đã trình bày tại phần mở đầu, Luận án tiến hành nghiên cứu trong giai đoạn 2001-2006, để thuận tiện cho việc so sánh, có thể chia các nghị định ở trên thành 3 nhóm chính:

Thứ nhất, là văn bản trước năm 2002 (bao gồm Nghị định số 28/CP, Nghị định số 44/1998/NĐ-CP và các văn bản hướng dẫn)

Thứ hai, là văn bản năm 2002-2004 (bao gồm Nghị định số 64/2002/NĐ-CP và các văn bản hướng dẫn)

Thứ ba, là văn bản năm 2004 cho hết năm 2006 (bao gồm Nghị định số 187/2004/NĐ-CP và văn bản hướng dẫn)

Trong các nghị định và văn bản hướng dẫn trên, công tác định giá doanh nghiệp được quy định tương đối khác nhau. Các văn bản được ban hành trước đó có những bất cập và được cải tiến căn bản bằng các văn bản ban hành sau, cụ thể:

a. Đối tượng định giá doanh nghiệp để cổ phần hóa

Riêng trong khoảng thời gian từ 2000 -2006 ghi nhận nhiều thay đổi nhất trong cả chặng đường 15 năm CPH đã qua, như ghi nhận bước phát triển nhảy vọt về số

lượng DNNN được định giá doanh nghiệp để CPH, DNNN được định giá để CPH trong giai đoạn này chiếm đến 80% tổng số DNNN được chuyển đổi đã gián tiếp nói lên bước phát triển về tư duy, chỉ đạo, điều hành CPH trong 5 năm qua. Điều này thể hiện qua sự thay đổi, phát triển có tính bước ngoặt trong cơ chế chính sách về CPH.

Đối tượng định giá doanh nghiệp trước năm 2002, theo qui định của Nghị định 44 chủ yếu là các doanh nghiệp qui mô nhỏ vốn Nhà nước dưới 10 tỷ đồng, không có ảnh hưởng và vị trí trong nền kinh tế làm ăn kém hiệu quả; Tháng 6 năm 2002 theo Nghị định 64 đối tượng cổ phần hóa đã được mở rộng hơn, bao gồm một số tổng công ty, không phụ thuộc vào thực trạng kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, chỉ trừ những DNNN cần tiếp tục giữ 100%. Như vậy, đối tượng CPH giờ đây bao gồm cả những doanh nghiệp làm ăn có lãi và kinh doanh có hiệu quả. Quy mô doanh nghiệp CPH cũng được mở rộng tới tất cả doanh nghiệp nằm ngoài danh sách DNNN cần nắm giữ 100% vốn. Sau đó, Nghị định 187 ra đời đã bổ sung đối tượng cổ phần hóa là tất cả các DNNN chỉ trừ những doanh nghiệp không thuộc diện Nhà nước giữ 100% vốn, còn lại cả những tổng công ty Nhà nước, kể cả ngân hàng thương mại nhà nước và các tổ chức tài chính nhà nước, đều thuộc diện CPH

b. Phương thức định giá

Từ năm 2002 trở về trước là giai đoạn ban đầu của quá trình CPH, việc định giá doanh nghiệp thông qua Hội đồng xác định giá trị doanh nghiệp. Thành viên của hội đồng này bao gồm đại diện cơ quan tài chính, cơ quan quản lý ngành, đại diện doanh nghiệp và các chuyên gia tài chính. Giai đoạn này phương thức định giá có nhiều bất cập như: định giá doanh nghiệp thông qua Hội đồng thiếu tính khách quan, thiếu tính thị trường. Hội đồng không có thành viên chuyên trách, chủ yếu là thành viên kiêm nhiệm, phần lớn thành viên trong hội đồng định giá không có chuyên môn sâu trong khi việc xác định giá trị doanh nghiệp là khó khăn và tương đối phức tạp.

Giai đoạn 2002-2004, theo Nghị định số 64/2002/NĐ-CP, hoạt động định giá đã từng bước được chuyển giao cho các định chế trung gian đảm nhiệm. Tuy nhiên, vẫn duy trì đồng thời hai phương thức: định giá thông qua Hội đồng định giá hoặc thông qua các định chế trung gian bao gồm công ty kiểm toán, công ty chứng khoán và các tổ chức kinh tế có chức năng định giá. Cơ quan quyết định CPH doanh nghiệp là các bộ theo kế hoạch chung của Chính phủ. Việc định giá thông qua hội đồng vẫn tồn tại làm mất nhiều thời gian trong quá trình cổ phần hóa. Bình quân, để CPH một

DNNN tính từ khi thành lập Ban đổi mới tại doanh nghiệp đến khi đăng ký kinh doanh là 15 tháng thì 1/3 thời gian là cho công tác định giá doanh nghiệp.

Đầu năm 2005, Nghị định 187 được ban hành và có hiệu lực một thời gian đã giải quyết tương đối triệt để những bất cập trên. Nghị định đã xóa bỏ việc định giá doanh nghiệp qua Hội đồng để nâng cao tính chuyên nghiệp và tính minh bạch trong hoạt động định giá và đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa thông qua tổ chức định giá chuyên nghiệp; phân loại qui mô doanh nghiệp để giúp nâng cao tính tự chủ của doanh nghiệp trong quá trình định giá doanh nghiệp, cụ thể:

“Doanh nghiệp CPH có tổng giá trị tài sản theo sổ sách kế toán từ 30 tỷ đồng trở lên thì việc xác định giá trị doanh nghiệp CPH thực hiện thông qua các tổ chức có chức năng định giá như: các công ty kiểm toán, công ty chứng khoán, tổ chức thẩm định giá, ngân hàng đầu tư trong nước và ngoài nước có năng lực định giá”.

Nghị định 187 là sự thể chế hoá cao nhất tinh thần Nghị quyết TW 9, khoá IX về việc thực hiện nguyên tắc thị trường trong xác định giá trị doanh nghiệp CPH, thông qua cơ chế trung gian thay thế cho cơ chế hội đồng và phương thức CPH được đổi mới theo hướng minh bạch, công khai, không CPH khép kín sẽ góp phần quan trọng trong việc thúc đẩy công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH DNNN.

c. Xử lý các tồn tại về tài chính trước khi xác định giá trị doanh nghiệp

Trước năm 2002, hoạt động định giá doanh nghiệp thường gặp phải những vướng mắc trong việc xử lý tồn tại về tài chính như về nợ và tài sản tồn đọng, lỗ lũy kế nên thời gian định giá doanh nghiệp vẫn còn chứa đựng giá trị ảo, cơ chế xử lý còn mang nặng tính bao cấp. Việc xử lý các vấn đề tài chính trên vẫn mang tính chất trình - duyệt chứ không đưa ra những tiêu chuẩn, cơ chế, chính sách để xử lý.

Nghị định số 64/2002/NĐ-CP ra đời cùng với việc ban hành một hệ thống cơ chế, chính sách cho phép doanh nghiệp xử lý dứt điểm các khoản nợ và tài sản tồn đọng, lỗ lũy kế với một cơ chế tăng cường trách nhiệm, đảm bảo hài hòa các lợi ích của Nhà nước, doanh nghiệp, người lao động, nhà đầu tư. Trong đó, việc xử lý các khoản tồn thất (sau khi xử lý trách nhiệm tập thể, cá nhân nếu có) sẽ được thực hiện theo nguyên tắc: Doanh nghiệp được sử dụng các khoản dự phòng, lợi nhuận trước thuế để bù đắp, nếu không đủ thì giám trừ vào phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp.

Đồng thời với việc ban hành cơ chế xử lý nợ và tài sản tồn đọng, xử lý lỗ lũy kế, Chính phủ đã thành lập Công ty Mua bán nợ và Tài sản tồn đọng để hỗ trợ các

doanh nghiệp xử lý dứt điểm những tồn tại về tài chính trước khi định giá và chuyển đổi sở hữu. Qua đó, không chỉ tạo điều kiện giúp doanh nghiệp lành mạnh hóa tình hình tài chính mà còn giúp cho công tác định giá được thuận lợi, nhanh chóng, kết quả xác định giá trị doanh nghiệp phản ánh đúng thực trạng doanh nghiệp, tạo cơ sở vững chắc cho việc lập phương án chuyển đổi sở hữu cũng như việc nghiên cứu, phân tích và quyết định đầu tư vào doanh nghiệp của nhà đầu tư.

Nghị định số 187/2004/NĐ-CP tiếp tục tăng cường trách nhiệm của doanh nghiệp CPH trong việc xử lý dứt điểm các tồn tại về tài chính, nợ và tài sản tồn đọng khi chuyển thành công ty cổ phần. Nghị định quy định cụ thể trách nhiệm của Giám đốc doanh nghiệp đối với việc xử lý tồn tại của doanh nghiệp trước và trong quá trình CPH, khẳng định vai trò của Công ty Mua bán nợ và Tài sản tồn đọng của doanh nghiệp CPH (sau khi công bố giá trị doanh nghiệp, toàn bộ tài sản, công nợ không được tính vào giá trị doanh nghiệp CPH phải bàn giao ngay cho Công ty Mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp để xử lý thu hồi).

d. Phương pháp định giá

Trước năm 2002, phương pháp định giá được quy định để xác định giá trị doanh nghiệp CPH chỉ là phương pháp tài sản. Theo phương pháp này, giá trị doanh nghiệp là giá trị doanh nghiệp sau khi đã được đánh giá, kiểm kê, xử lý cộng với giá trị lợi thế (nếu có). Tuy nhiên, nếu chỉ áp dụng một phương pháp định giá này thì sẽ dẫn đến một số bất cập. Mỗi ngành nghề, mỗi lĩnh vực đều có những đặc điểm kinh tế kỹ thuật riêng. Các doanh nghiệp thuộc các ngành nghề, lĩnh vực khác nhau sẽ có những đặc điểm kinh tế kỹ thuật rất khác nhau, thậm chí khác nhau hoàn toàn. Nếu chỉ áp dụng một phương pháp định giá như trên sẽ dẫn đến hậu quả là giá trị doanh nghiệp xác định không chính xác, Ngân sách Nhà nước bị thiệt hại.

Nghị định 64 năm 2002 đã kết hợp thực hiện xác định giá trị doanh nghiệp bằng 2 phương pháp cơ bản sau:

- Phương pháp tài sản ròng: định giá doanh nghiệp dựa vào việc xác định giá trị các tài sản thuộc quyền quản lý và sử dụng của doanh nghiệp.

- Phương pháp chiết khấu dòng tiền: căn cứ vào khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong tương lai để xác định giá trị doanh nghiệp.

Tuy nhiên, phương pháp chiết khấu dòng tiền áp dụng còn hạn chế đối với những doanh nghiệp hoạt động trong các ngành dịch vụ thương mại, dịch vụ tư vấn,

thiết kế xây dựng, dịch vụ tài chính, kế toán, tin học và chuyển giao công nghệ, có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân 5 năm liền kề trước thời điểm chuyển đổi sở hữu cao hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần với thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

Nghị định 187 năm 2004 ngoài việc quy định cụ thể 2 phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp tương tự giống Nghị định 64 là phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu còn cho phép doanh nghiệp áp dụng các phương pháp khác sau khi thỏa thuận với Bộ Tài chính.

e. Việc xác định giá trị đối với quyền sử dụng đất và giá trị lợi thế

+ Đối với quyền sử dụng đất

Các văn bản trước năm 2002 không quy định phải tính giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị doanh nghiệp. Điều này dẫn đến việc một số doanh nghiệp có lợi thế rất lớn về quyền sử dụng đất nhưng không tính vào giá trị doanh nghiệp. Vì vậy giá trị doanh nghiệp được đánh giá nhỏ hơn giá trị thực rất nhiều.

Nghị định 64 năm 2002 là một bước cải tiến quan trọng vì đã đề cập đến giá trị quyền sử dụng đất trong quá trình định giá. Nghị định phân biệt 2 trường hợp:

- Đối với diện tích đất DNNN đang thuê để làm văn phòng, xây dựng cơ sở sản xuất kinh doanh thì doanh nghiệp được tiếp tục thuê đất sau khi cổ phần hóa.

- Đối với diện tích đất doanh nghiệp được Nhà nước giao để kinh doanh nhà, hạ tầng thì phải tính bổ sung giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị doanh nghiệp CPH.

Quy định như trên đã bước đầu tính giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị doanh nghiệp nhưng đối tượng áp dụng vẫn còn hạn chế (chỉ những doanh nghiệp được giao đất để kinh doanh nhà và hạ tầng), vẫn chưa tính đến những DNNN được giao đất phục vụ quá trình sản xuất kinh doanh, làm trụ sở văn phòng. [6, tr. 40-41]

Nghị định 187 đã đổi mới cách tính giá trị quyền sử dụng đất trên bằng các quy định cụ thể: Đối với tài sản là đất do doanh nghiệp đang sử dụng thì doanh nghiệp lựa chọn thuê đất hoặc giao đất theo quy định của Luật Đất đai.

- Trường hợp doanh nghiệp thực hiện hình thức thuê đất thì không tính giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị doanh nghiệp.

- Trường hợp doanh nghiệp thực hiện hình thức giao đất có thu tiền sử dụng đất thì việc xác định giá trị quyền sử dụng đất để tính giá trị doanh nghiệp được tính theo giá do UBND tỉnh quy định trong từng thời kỳ.

Như vậy, Nghị định 187 đã tạo điều kiện cho doanh nghiệp được lựa chọn hình thức sử dụng đất (thuê hoặc giao) và làm giảm thất thoát cho ngân sách Nhà nước.

+ Đối với giá trị lợi thế

Giá trị lợi thế là một thuật ngữ dùng để tính giá trị vô hình tạo ra khả năng sinh lời trong tương lai của doanh nghiệp nhờ các yếu tố như bằng phát minh, sáng chế, uy tín, thương hiệu, quyền khai thác .v.v.

Về mặt lý thuyết, phương pháp định giá doanh nghiệp theo giá trị tài sản được quy định trong các nghị định trước đây của Chính phủ là phương pháp giá trị tài sản ròng có điều chỉnh bao gồm giá trị tài sản hữu hình cộng với giá trị lợi thế (nếu có).

Tuy nhiên cách tính giá trị lợi thế được quy định không thống nhất trong mỗi giai đoạn. Trong giai đoạn trước năm 2002, theo qui định tại Nghị định 44 giá trị lợi thế được tính như sau:

$$\text{Giá trị lợi thế} = \text{Vốn Nhà nước theo sổ kế toán} \times \text{Tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch của 3 năm liền kề} \times 30\% \quad (2.1)$$

Theo cách tính thứ nhất cho thấy việc xác định tỷ suất lợi nhuận bình quân của ngành là hầu như không có khả năng trong điều kiện Việt Nam giai đoạn đó và việc xác định giá trị lợi thế doanh nghiệp chỉ bao gồm tối đa 30% giá trị lợi thế hình thành từ lợi nhuận siêu ngạch là không có cơ sở.

Chính vì vậy, Nghị định 64/2002 đã đưa ra một cách tính giá trị lợi thế phù hợp hơn với công thức:

$$\text{Giá trị lợi thế} = \text{Vốn Nhà nước theo sổ sách kế toán} \times (\text{Tỷ suất LN sau thuế trên vốn NN b. quân 3 năm} - \text{Lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tại thời điểm gần nhất}) \quad (2.2)$$

Công thức tính Giá trị lợi thế trên phần nào đã giải quyết được những bất cập của công thức cũ và tiếp tục áp dụng cho việc tính giá trị lợi thế tại Nghị định 187.

f. Việc bán cổ phần lần đầu

Trước năm 2002, khi Nghị định 64 chưa ra đời, việc bán cổ phần lần đầu được thực hiện trong nội bộ doanh nghiệp, không thực hiện bán đấu giá. Từ giữa năm 2002 khi Nghị định 64 ra đời đã tạo ra sự thay đổi lớn về mặt pháp lý đối với việc phát hành cổ phiếu ra bên ngoài của DNNN CPH so với Nghị định 28/CP ngày 7/5/1996 và Nghị định 44/CP ngày 29/6/1998. Thực hiện bán đấu giá cổ phiếu là quán triệt tinh thần xuyên suốt trong chủ trương đổi mới về cơ chế, chính sách trong công tác định giá doanh nghiệp để cổ phần hoá của Việt Nam sau năm 2002.

Tuy nhiên, đấu giá bán cổ phần lần đầu ở DNNN CPH trong thời gian 2002-2004 chủ yếu thực hiện theo phương thức bỏ phiếu kín dẫn đến sự sai lệch quá lớn giữa các giá đặt mua của các nhà đầu tư. Giá đặt mua không được công khai, làm cho các nhà đầu tư khó có thể đánh giá sự tăng giá trong buổi đấu giá. Theo Nghị định 64/2002/NĐ-CP và Thông tư 80/2002/TT-BTC thì quy định về đấu giá cổ phần “Việc đấu giá mua cổ phần được thực hiện theo hình thức bỏ phiếu kín” nhưng cũng quy định “Việc tổ chức đấu giá cổ phần phát hành lần đầu cho các đối tượng bên ngoài của các DNNN CPH được thực hiện thông qua tổ chức tài chính trung gian hoặc do chính doanh nghiệp đó và phải đảm bảo công khai, minh bạch, công bằng”. Điều này làm cho việc thực hiện không nhất quán và thường không công khai giá cổ phần khi đấu giá, do vậy việc định giá cổ phần sẽ không phản ánh đúng giá trị thực.

Sau đó, Nghị định 187 ra đời đã thay đổi cơ chế bán cổ phần lần đầu theo nguyên tắc bán rộng rãi, công khai, đấu thầu qua trung gian thay cho cơ chế phân phối theo giá sàn, hạn chế quyền mua cổ phần của các nhà đầu tư ngoài doanh nghiệp.

Quy định về mức vốn bán ra ngoài doanh nghiệp không thấp hơn 20% vốn điều lệ mở đường cho việc khuyến khích các doanh nghiệp CPH trở thành “công ty đại chúng”, phù hợp với điều kiện niêm yết trên TTCK. Đồng thời quy định của Nghị định 187 về trình tự, thủ tục bán cổ phần lần đầu, với quy định nếu khối lượng bán ra trên 10 tỷ đồng phải thực hiện tại Trung tâm giao dịch chứng khoán, đã thể hiện rất rõ tinh thần gắn CPH với niêm yết, thúc đẩy hàng cho TTCK.

2.1.3. Mục tiêu cổ phần hoá DNNN

Theo qui định tại Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 và mới đây là Nghị định số 109/2007/NĐ-CP ngày 26 tháng 6 năm 2007 của Chính phủ thì mục tiêu, yêu cầu của việc chuyển DNNN thành công ty cổ phần như sau: (1). Chuyển đổi những DNNN mà Nhà nước không cần giữ 100% vốn sang loại hình doanh nghiệp có nhiều chủ sở hữu; huy động vốn của cá nhân, các tổ chức kinh tế, tổ chức xã hội trong nước và ngoài nước để tăng năng lực tài chính, đổi mới công nghệ, đổi mới phương thức quản lý nhằm nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh của nền kinh tế; (2). Đảm bảo hài hoà lợi ích của Nhà nước, doanh nghiệp, nhà đầu tư và người lao động trong doanh nghiệp; (3). Thực hiện công khai, minh bạch theo nguyên tắc thị trường; khắc phục tình trạng CPH khép kín trong nội bộ doanh nghiệp; gắn với phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán.

Từ qui định tại Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 và Nghị định số 109/2007/NĐ-CP ngày 26 tháng 6 năm 2007 của Chính phủ, có thể thấy rằng mục tiêu của CPH bao gồm mục tiêu trực tiếp và mục tiêu tổng quát, cụ thể:

2.1.3.1 Mục tiêu trực tiếp của CPH DNNN

Một là: Chuyển đổi sở hữu, thực hiện sở hữu hỗn hợp ở những doanh nghiệp cụ thể nào đó, giảm sở hữu của Nhà nước, tăng sở hữu tư nhân, cá thể trong doanh nghiệp được cổ phần hoá.

Hai là: Tách người quản lý ra khỏi chức năng kinh doanh, giúp chuyên nghiệp hoá chức năng quản lý kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp.

Ba là: Tạo điều kiện cho những người lao động trong doanh nghiệp có cổ phần và những người đã đóng góp vốn được làm chủ.

Bốn là: Tăng khả năng huy động vốn và tập trung vốn mở rộng sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Đồng thời thường xuyên đổi mới trang thiết bị nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm, tăng khả năng cạnh tranh.

Năm là: Góp phần đổi mới và nâng cao hiệu lực quản lý Nhà nước.

2.1.3.2 Mục tiêu tổng quát của CPH DNNN

Có thể thấy rằng, CPH DNNN, một mặt giúp các doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả, đứng vững và phát triển trong quá trình chuyển đổi của nền kinh tế.

Mặt khác, CPH còn là bước đi quan trọng để Nhà nước thực hiện những mục tiêu chiến lược của công cuộc đổi mới kinh tế đất nước. Hơn nữa để có cơ chế thị trường vận hành thông suốt phải có cơ cấu thị trường đầy đủ, đồng bộ nghĩa là phải có các loại thị trường hoàn chỉnh, thống nhất. Hiện nay, Việt Nam chưa có hệ thống thị trường đầy đủ và phát triển (gồm thị trường hàng hoá, thị trường sức lao động, thị trường vốn). Nhiệm vụ cấp bách hiện nay của Nhà nước là tạo mọi điều kiện thúc đẩy sự ra đời và phát triển của các loại thị trường, hình thành cơ chế thị trường với sự quản lý của Nhà nước. Khi chuyển sang cơ chế thị trường các công ty cổ phần và thị trường chứng khoán là điều kiện đầu tiên đảm bảo cho thị trường vận hành đồng bộ.

Chính vì vậy mục tiêu bao trùm của CPH DNNN là góp phần chuyển nền kinh tế Việt Nam sang hoạt động theo cơ chế thị trường có sự điều tiết của Nhà nước. Việc xác định mục tiêu tổng quát sẽ chi phối hàng loạt các biện pháp, các khâu cụ thể sau đó. Cổ phần hoá còn góp phần nâng cao hiệu quả kinh tế xã hội của nền kinh tế theo những nguyên tắc của kinh tế thị trường. [5, tr. 2-9] [9, tr. 3-10]

2.1.4. Hình thức cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước

1. Giữ nguyên vốn Nhà nước hiện có tại DNNN, phát hành cổ phiếu thu hút thêm vốn áp dụng đối với những doanh nghiệp cổ phần hoá có nhu cầu tăng thêm vốn điều lệ. Mức vốn huy động thêm tùy thuộc vào quy mô và nhu cầu vốn của công ty cổ phần. Cơ cấu vốn điều lệ của công ty cổ phần được ghi trong phương án cổ phần hoá.

2. Bán một phần vốn Nhà nước hiện có tại doanh nghiệp hoặc kết hợp vừa bán bớt một phần vốn Nhà nước vừa phát hành thêm cổ phiếu để thu hút vốn.

3. Bán toàn bộ vốn Nhà nước hiện có tại doanh nghiệp hoặc kết hợp vừa bán toàn bộ vốn Nhà nước vừa phát hành thêm cổ phiếu để thu hút vốn.

Có thể thấy rằng cổ phần hoá là một chủ trương đúng đắn của Đảng và Nhà nước để nâng cao tính hiệu quả và năng lực cạnh tranh của DNNN.

2.1.5. Đối tượng và điều kiện định giá doanh nghiệp để cổ phần hoá

1. Áp dụng đối với công ty Nhà nước không thuộc diện Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ thực hiện cổ phần hoá, bao gồm: các Tập đoàn kinh tế, tổng công ty Nhà nước (kể cả ngân hàng thương mại Nhà nước và các tổ chức tài chính Nhà nước); công ty Nhà nước độc lập; công ty thành viên hạch toán độc lập của tổng công ty do Nhà nước quyết định đầu tư và thành lập; đơn vị hạch toán phụ thuộc của công ty Nhà nước (gọi tắt là doanh nghiệp CPH). Danh mục công ty Nhà nước thuộc diện Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ do Thủ tướng Chính phủ quyết định trong từng thời kỳ.

2. Các công ty Nhà nước quy định tại mục 1 nêu trên được tiến hành cổ phần hoá khi còn vốn Nhà nước (chưa bao gồm giá trị quyền sử dụng đất) sau khi giảm trừ giá trị tài sản không cần dùng, tài sản chờ thanh lý; các khoản tổn thất do lỗ, giảm giá tài sản, công nợ không có khả năng thu hồi và chi phí cổ phần hoá.

3. Việc cổ phần hoá đơn vị hạch toán phụ thuộc của các công ty Nhà nước thuộc đối tượng quy định tại mục 1 nêu trên chỉ được tiến hành khi: (1) Đơn vị hạch toán phụ thuộc của doanh nghiệp có đủ điều kiện hạch toán độc lập; (2) Không gây khó khăn hoặc ảnh hưởng xấu đến hiệu quả sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp hoặc các bộ phận còn lại của doanh nghiệp.

2.2. Thực trạng công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH DNNN ở Việt Nam hiện nay

Ngay từ đầu thập niên 90, cùng với việc đổi mới cơ chế chính sách kinh tế-xã hội, Đảng ta đã sớm có chủ trương chuyển đổi sở hữu một số DNNN nhằm huy động

vốn của toàn xã hội để đầu tư đổi mới công nghệ, phát triển doanh nghiệp. Trong đó, CPH DNNN là chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước ta nhằm huy động thêm nguồn vốn xã hội vào phát triển sản xuất, kinh doanh, tạo động lực mạnh mẽ và cơ chế quản lý năng động để sử dụng có hiệu quả vốn và tài sản của Nhà nước cũng như của toàn xã hội, nâng cao khả năng cạnh tranh doanh nghiệp trong quá trình hội nhập, tạo điều kiện để CBCNV trong doanh nghiệp góp vốn nhằm nâng cao vai trò làm chủ thực sự, tạo động lực thúc đẩy doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả; tăng cường sự giám sát của xã hội đối với doanh nghiệp, bảo đảm hài hoà lợi ích của Nhà nước, doanh nghiệp và người lao động.

2.2.1. Vai trò của công tác định giá trong quá trình CPH DNNN

Như trên đã đề cập, CPH DNNN là việc chuyển doanh nghiệp có chủ sở hữu là Nhà nước thành Công ty cổ phần có chủ sở hữu hỗn hợp. Thực chất của quá trình này là việc bán bớt một phần hay toàn bộ phần vốn nhà nước tại DNNN cho các đối tượng khác. Để có thể bán phần vốn này đòi hỏi phải có quá trình định giá nhằm xác định giá trị doanh nghiệp, trong đó có xác định giá trị phần vốn của Nhà nước tại doanh nghiệp.

Trong quá trình CPH DNNN, công tác định giá doanh nghiệp có thể được coi là công việc quan trọng nhất, tốn nhiều thời gian thực hiện và kết quả định giá luôn là vấn đề được tất cả các nhà quản lý, doanh nghiệp và nhà đầu tư quan tâm. Quá trình này không phải chỉ mang tính nghiệp vụ kỹ thuật thuần túy mà có ý nghĩa kinh tế - xã hội quan trọng, liên quan đến việc bảo toàn vốn của Nhà nước tại doanh nghiệp, đến quyền lợi của người lao động trong DNNN, khả năng bán được cổ phần của DNNN và khả năng đảm bảo hiệu quả hoạt động SXKD của CTCP trong tương lai.

2.2.2. Quy trình định giá Doanh nghiệp Nhà nước trong quá trình CPH

Có thể nói rằng quy trình định giá doanh nghiệp Nhà nước Cổ phần hóa vẫn còn nặng về các yếu tố liên quan đến nội tại của doanh nghiệp, ít chú trọng đến các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp và công tác chuẩn bị cho việc định giá, tiến độ thực hiện. Theo quy định tại Công văn số 11712 TC/TCDN ngày 10 tháng 11 năm 2003 của Bộ Tài chính hướng dẫn Quy trình cổ phần hóa DNNN thì các bước chung gồm:

Bước 1: Ra quyết định CPH và thành lập Ban đổi mới tại doanh nghiệp.

Bước 2: Tuyên truyền chủ trương chính sách cổ phần hoá

Bước 3: Chuẩn bị hồ sơ tài liệu

l/ Lựa chọn phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp và thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp

2/ Chuẩn bị các tài liệu có liên quan

a/ Các Hồ sơ pháp lý khi thành lập doanh nghiệp nhà nước;

b/ Các Hồ sơ pháp lý về quyền quản lý và sử dụng tài sản tại doanh nghiệp.

c/ Hồ sơ về công nợ (đặc biệt là các khoản nợ tồn đọng);

d/ Hồ sơ về vật tư hàng hoá ứ đọng, kém, mất phẩm chất;

đ/ Hồ sơ các công trình đầu tư xây dựng

e/ Báo cáo tài chính của doanh nghiệp đến thời điểm định giá;

g/ Lập danh sách lao động: thường xuyên, mua cổ phần ưu đãi, trả chậm;

h/ Lập dự toán chi phí cổ phần hoá theo chế độ quy định.

Bước 4: Xử lý tài chính khi Cổ phần hóa

A: Kiểm kê và phân loại tài sản, công nợ: 1. Kiểm kê phân loại tài sản; 2. Đối chiếu, xác nhận và phân loại các khoản công nợ

B: Xử lý tài chính trước khi định giá : 1. Xử lý tài sản; 2. Xử lý nợ phải thu; 3. Xử lý nợ phải trả; 4. Xử lý các khoản dự phòng, lỗ và lãi; 5. Xử lý các khoản vốn đầu tư dài hạn; 6. Xử lý các Quỹ

Bước 5: Lựa chọn phương thức định giá

Bước 6: Thuê tổ chức định giá

Bước 7: Tổ chức định giá theo các phương pháp định giá được quy định

Bước 8: Quyết định và công bố giá trị doanh nghiệp.

2.2.3. Đánh giá chung về công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam trong tiến trình CPH DNNN

2.2.3.1. Kết quả

Công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam trải qua 15 năm đã góp phần quan trọng trong tiến trình CPH DNNN nhằm thực hiện thành công chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước để nâng cao hiệu quả kinh tế của các doanh nghiệp Nhà nước.

a. Số lượng doanh nghiệp được định giá nhìn chung tăng trong từng giai đoạn và hoạt động hiệu quả hơn.

Quá trình CPH DNNN được bắt đầu từ năm 1992, cho đến nay đã trải qua 5 giai đoạn chính. Qua từng giai đoạn, số lượng doanh nghiệp được định giá tăng lên đáng kể. Nếu như ở giai đoạn 1 chỉ có 5 doanh nghiệp được định giá, giai đoạn 2 có

25, thì giai đoạn 3 có 752 doanh nghiệp, giai đoạn 4 có 1.460 và năm 2005 đến cuối tháng 12/2006 là 1.338 doanh nghiệp được tiến hành định giá doanh nghiệp để CPH. Đến cuối tháng 12/2006, đã có 3.580 doanh nghiệp được tiến hành định giá để cổ phần hóa. Đây là con số ý nghĩa thể hiện sự nỗ lực cũng như thành công của công tác định giá doanh nghiệp và công tác định giá đã góp phần không nhỏ vào kết quả CPH DNNN trong thời gian qua.

Bảng 2.1: Số lượng DNNN đã thực hiện công tác định giá doanh nghiệp để cổ phần hóa qua các giai đoạn

<i>Giai đoạn</i>	<i>Số lượng DNNN CPH</i>	<i>Lũy kế cuối mỗi giai đoạn</i>
1992 - 5/1996	5	5
5/1996 - 6/1998	25	30
7/1998 - 12/2001	752	782
2002 – 12/2004	1.460	2.242
2005 -12/2006	1.338	3.580

(Nguồn: Ban Đổi mới Doanh nghiệp Trung ương và Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (VAFI))

Sau khi CPH, có tới 90% doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả. Trong đó, mức vốn điều lệ của các doanh nghiệp tăng trung bình 44% so với trước cổ phần hóa, đặc biệt có những doanh nghiệp vốn tăng trên 10 lần (Công ty Cổ phần đại lý liên hiệp vận chuyển tăng 30 lần, Công ty Cổ phần cơ điện lạnh tăng 13 lần...); doanh thu tăng 23,6%; lợi nhuận tăng 139%; nộp ngân sách tăng 24,95%; thu nhập của người lao động tăng 12%; số lao động tăng từ 13-15%; mức trả cổ tức cho các cổ đông bình quân 17%/năm (cao hơn so với lãi suất gửi ngân hàng thương mại). [27, tr. 8]

Hiện nay tiến trình cải cách DNNN đã bước sang giai đoạn quan trọng, đó là cơ cấu các doanh nghiệp nhà nước lớn. Theo kế hoạch, từ năm 2005 trở đi, phải cổ phần hoá 1.460 DNNN, riêng trong năm 2005 là 724 doanh nghiệp, trong đó có 3 tổng công ty (Thương mại - Xây dựng, Điện tử Tin học và Vinaconex); Hiện vẫn còn khoảng 2.200 DNNN loại lớn tổng vốn là 31 tỷ USD, tương đương 31% GDP. Nhà nước dự tính sẽ chỉ giữ lại 554 doanh nghiệp 100% vốn nhà nước. Năm 2007 dự tính thực hiện cổ phần hóa các doanh nghiệp lớn với tổng giá trị 10 tỷ USD. [22, tr. 2-3]

b. Mở rộng đối tượng thực hiện công tác định giá doanh nghiệp

Sau 10 năm thực hiện chủ trương CPH, tính đến tháng hết năm 2001, trên toàn quốc đã có 782 doanh nghiệp và bộ phận DNNN (bằng 13% tổng số DNNN hiện có) của 10/13 bộ, 54/61 địa phương và 12/17 Tổng công ty 91 hoàn thành chương trình CPH. Tổng số vốn Nhà nước được đánh giá lại khi CPH là gần 3.000 tỷ đồng (tăng từ 10-15% so với giá trị ghi trên sổ sách). Qua CPH, đã huy động gần 3.000 tỷ đồng vốn ngoài xã hội vào phát triển sản xuất kinh doanh. [29, tr. 11-12]

Số doanh nghiệp có vốn điều lệ trên 10 tỷ đồng chiếm 13% so với doanh nghiệp đã CPH và có xu hướng ngày càng tăng tỷ trọng trong những năm gần đây: Năm 2000 là 9,2%, năm 2001 là 12%, năm 2002 là 6,5%, năm 2003 là 14,5%, năm 2004 là 22,3%, năm 2005 là 24,1% và năm 2006 là 26,2%. Cơ cấu vốn điều lệ bình quân đã tính được ở mức: Số doanh nghiệp mà Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối từ 50% vốn điều lệ trở lên chiếm 20,4% tổng số doanh nghiệp đã CPH. [48, tr. 11]

Năm 2005, Việt Nam đã thực hiện công tác định giá cho một số doanh nghiệp cổ phần hoá quy mô lớn, có giá trị doanh nghiệp tới hàng ngàn tỉ đồng, vốn nhà nước hàng trăm tỷ đồng như Công ty sữa Việt Nam (giá trị doanh nghiệp 2500 tỉ đồng, vốn nhà nước 1500 tỉ đồng), Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh (giá trị doanh nghiệp 2.114 tỉ đồng, vốn nhà nước 1.253 tỉ đồng), Bảo Minh (giá trị doanh nghiệp 1.311 tỉ đồng, vốn nhà nước 650 tỉ đồng)...; Đồng thời, Chính phủ đã có quyết định phê duyệt đề án cổ phần hoá Tổng công ty Điện tử và Tin học XYZ (Bộ Công Nghiệp) và Tổng công ty xuất nhập khẩu xây dựng Việt Nam (Bộ Xây Dựng) và Tổng công ty thương mại và Xây Dựng (Bộ Giao thông vận tải). [35, tr. 21-22]

c. Cơ sở pháp lý cho công tác định giá doanh nghiệp được hoàn thiện hơn

Việt Nam là một quốc gia đang phát triển, đang trong quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung sang nền kinh tế thị trường. Cơ sở pháp lý về định giá đang dần được hoàn thiện trong quá trình định giá doanh nghiệp để CPH. Điều đó thể hiện ở việc công tác định giá ngày càng được thực hiện một cách nhanh chóng hơn, phương pháp định giá rõ ràng và dễ áp dụng hơn, chuyên nghiệp hơn, do các tổ chức định giá có trình độ chuyên môn cũng như kinh nghiệm thực hiện. Giá trị định giá ngày càng thể hiện tương đối đầy đủ hơn giá trị hiện tại của doanh nghiệp, ngày càng gần với giá trị doanh nghiệp được đầu giá công khai trên TTCK.

d. Huy động và tạo thêm vốn cho DNNN

Công tác định giá doanh nghiệp để CPH đã góp phần thu hút được gần 13.000 tỷ đồng từ cán bộ, công nhân viên, các nhà đầu tư, tổ chức, doanh nghiệp ngoài xã hội đầu tư vào doanh nghiệp CPH. Trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các mặt doanh thu, lợi nhuận, nộp NSNN, thu nhập của người lao động đều tăng. Số lao động được sử dụng là và tuyển mới tổng cộng còn tăng hơn trước. [25, tr. 6-7]

Điểm lại gần 1.600 doanh nghiệp đã cổ phần hoá thành công ty cổ phần thì nhìn chung các doanh nghiệp này đều phát triển tốt, tốc độ tăng giá trị sản lượng hàng hoá, hoặc tăng doanh thu bình quân từ 100% -200%, lợi nhuận tăng bình quân hàng năm 0,5- 1 lần, thu nhập của người lao động tăng từ 20% - 100%, số lao động trong doanh nghiệp sau khi cổ phần hoá đều tăng qua các năm từ 20% - 70%. Cổ tức thu được từ việc đầu tư cổ phần mức thấp nhất là 6% vốn/năm (như Khách sạn Sài Gòn) cao nhất tới 35%-36% cá biệt có công ty tới 60%-70%. [33, tr. 2-3]

e. Góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán

Công tác định giá doanh nghiệp đã thúc đẩy tiến trình CPH DNNN, tạo ra nguồn cung chủ yếu cho TTCK Việt Nam. Hiện nay, 98/117 cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TPHCM chủ yếu là cổ phiếu của công ty được CPH. Xét về mặt tiềm năng thông qua định giá doanh nghiệp, doanh nghiệp sau CPH sẽ là nguồn cung chủ yếu và cơ bản cho TTCK.

f. Bước đầu thực hiện đấu giá cổ phần trong công tác định giá doanh nghiệp

Quý I/2005 tại trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức bán đấu giá cổ phần của các doanh nghiệp cổ phần hoá có quy mô lớn, kết quả rất đáng khích lệ.

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) cổ phần hoá từ năm 2003 với tổng vốn điều lệ là 1.590 tỷ đồng . Nhà nước sở hữu 75.4%. Công ty đã thực hiện bán bớt phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp (11,49% vốn điều lệ) thông qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Kết quả toàn bộ số cổ phần của Vinamilk được bán hết, thu về cho nhà nước trên 572 tỷ đồng, tăng 389 tỷ đồng so với mệnh giá ban đầu (bằng 3,13 lần) và tăng 169 tỷ đồng so với giá khởi điểm (bằng 1,42 lần).

Công ty cổ phần Kỹ nghệ thực phẩm Việt Nam (Vifon) cổ phần hoá năm 2003 với tổng vốn điều lệ là 48,2 tỷ đồng, trong đó nhà nước sở hữu 51%. Vifon đã thực hiện bán tiếp phần vốn nhà nước có tại doanh nghiệp (51%) thông qua Trug tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Kết quả, toàn bộ số cổ phần của Vifon đã

được bán hết, thu về cho nhà nước trên 50 tỷ đồng, gấp 2,06 lần so với mệnh giá ban đầu và gấp 2 lần với giá khởi điểm.

Nhà máy Thiết bị Bưu điện (Postef) có vốn điều lệ là 120 tỷ đồng, trong đó nhà nước sở hữu 51%. Postef thực hiện bán cổ phần lần đầu ra công chúng (12,65%) thông qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Kết quả toàn bộ số cổ phần của Postef đã được bán hết, thu về cho nhà nước 24,8 tỷ đồng, gấp 1,6 lần so với mệnh giá ban đầu và gấp 1,5 lần so với giá khởi điểm.

Công ty Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh, năm 2004 thực hiện bán cổ phần lần đầu thông qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Kết quả toàn bộ số cổ phần của công ty đã được bán hết, thu về cho nhà nước 462 tỷ đồng, gấp 1.06 lần so với mệnh giá ban đầu và gấp 1,04 lần so với giá khởi điểm.

Công ty Điện lực Khánh Hoà, năm 2004 thực hiện bán cổ phần lần đầu thông qua trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội. Kết quả, toàn bộ số cổ phần của công ty đã được bán hết, thu về cho nhà nước 27,8 tỷ đồng, gấp 1,31 lần so với mệnh giá ban đầu và gấp 1,25 lần so với giá khởi điểm.

Việc tổ chức bán đấu giá tại trung tâm giao dịch chứng khoán đã tạo ra sự quan tâm lớn của công chúng đầu tư, qua các đợt đấu giá này, tổng số tiền thu được cho Nhà nước đều tăng từ 1,5 đến 2,0 lần so với giá khởi điểm.

Điều này cho thấy chủ trương đổi mới công tác định giá doanh nghiệp mới theo tinh thần Nghị định số 187/2004/NĐ-CP là hoàn toàn đúng đắn. Cổ phần hoá theo hướng công khai, minh bạch, không cổ phần hoá khép kín, đổi mới phương thức định giá doanh nghiệp thông qua các tổ chức trung gian thay cho “hội đồng” trước đây; đổi mới phương thức bán cổ phần lần đầu thông qua đấu giá công khai thay thế cơ chế phân phối theo giá sàn trong nội bộ doanh nghiệp. Với cách làm này sẽ góp phần tích cực đẩy nhanh công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình cổ phần hoá, tăng cường tính công khai minh bạch cho nền kinh tế, đồng thời tạo ra những hàng hoá có chất lượng cao cho thị trường chứng khoán. [35, tr. 21-22]

2.2.3.2. Những điểm còn hạn chế của công tác định giá doanh nghiệp

Như trên đã trình bày, công tác định giá doanh nghiệp trong quá trình CPH DNNN ở Việt Nam trong thời gian qua, đặc biệt là trong giai đoạn 2001-2006 đã thu được những thành tựu quan trọng song còn tồn tại nhiều thách thức và hạn chế.

2.2.3.2.1. Hạn chế trong cách thức định giá doanh nghiệp

a. Chưa có hệ thống cơ sở dữ liệu tham chiếu phục vụ cho công tác định giá doanh nghiệp

Trong công tác định giá doanh nghiệp, phương pháp định giá doanh nghiệp được mỗi bộ, hoặc mỗi ngành tự đặt ra những lý lẽ riêng về mặt kỹ thuật của từng ngành cụ thể để áp dụng cho ngành nghề của mình. Chẳng hạn như ngành ngân hàng là do các nhạy cảm liên quan đến chính sách tiền tệ, ngành bưu chính viễn thông liên quan đến an ninh và những phức tạp về mặt kỹ thuật liên quan đến trục đường dây kết nối, và ngành xi măng, sắt thép lại liên quan đến tính ổn định giá các mặt hàng nhạy cảm của nền kinh tế v.v.; Những phức tạp về mặt kỹ thuật trong các ngành độc quyền và sự không nhất quán về hệ thống cơ sở dữ liệu làm cho công việc tham khảo các hệ số và chỉ số để áp dụng vào phương pháp định giá doanh nghiệp của các tổ chức tư vấn khác nhau sẽ cho kết quả định giá doanh nghiệp rất khác nhau. Do vậy sẽ ảnh hưởng lớn đến chất lượng của công tác định giá doanh nghiệp.

b. Hạn chế về xử lý tài chính trước khi định giá doanh nghiệp

Việc xử lý các khoản nợ tồn đọng còn nhiều khó khăn. Tính đến ngày 31-12-2005, dư nợ cho vay đối với các công ty cổ phần vào khoảng 51.603 tỉ đồng. Đặc biệt, việc xử lý nợ xấu đã mất rất nhiều thời gian do thiếu sự phối hợp chặt chẽ, đồng bộ giữa các ngành ngân hàng, thuế, tài chính. [27, tr. 8 - 10]

Mặc dù đã có nhiều văn bản hướng dẫn vấn đề tài chính khi chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần nhưng đến nay vấn đề này vẫn chưa được giải quyết triệt để như quy định nợ từ 2 năm trở lên thì doanh nghiệp mới được trích dự phòng hoặc nợ từ 3 năm trở lên mới coi là nợ không thu được; Quy định về xử lý nợ còn phức tạp, yêu cầu phải có đủ tài liệu chứng minh, ví dụ: tiền lương, tiền thưởng doanh nghiệp đã chi quá quy định...; hoặc quy định doanh nghiệp khi xử lý nợ phải thu không có khả năng thanh toán phải có xác nhận của cơ quan quyết định thành lập doanh nghiệp hoặc tổ chức về việc doanh nghiệp, tổ chức đã ngừng hoạt động và không có khả năng chi trả. Trường hợp này, cơ quan hành chính Nhà nước các cấp chỉ có thể xác nhận doanh nghiệp đó không còn hoạt động tại địa bàn đó, còn về khả năng chi trả có hay không thì không thể xác nhận được. Đối với các khoản nợ phải thu đã quá hạn từ 3 năm trở lên, khách nợ đang hoạt động nhưng kinh doanh thua lỗ liên tục và quá khó khăn, hoàn toàn không có khả năng thanh toán; quy định về xử lý khoản

nợ này: phải có Báo cáo tài chính của khách nợ hoặc có xác nhận của cơ quan quyết định thành lập doanh nghiệp về tình hình tài chính. Trong thực tế, các doanh nghiệp khó có thể có được các tài liệu chứng minh này vì không có quy định doanh nghiệp là khách nợ phải gửi Báo cáo tài chính của mình cho chủ nợ; hơn nữa không thể có xác nhận của cơ quan quyết định thành lập doanh nghiệp về tài chính của doanh nghiệp tư nhân là khách nợ. [32, tr. 4-5]

Nợ phải thu khó đòi, quy định doanh nghiệp chỉ được trích lập dự phòng tối đa bằng 20% tổng nợ phải thu. Do đó, đối với doanh nghiệp có khả năng tài chính nhưng bị hạn chế việc trích lập dự phòng, không phản ánh đúng thực trạng tài chính của doanh nghiệp. Mặt khác, doanh nghiệp sợ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh trong kỳ: bị giảm lãi hoặc đang từ lãi chuyển thành lỗ hoặc tăng lỗ nên không chủ động xử lý nợ phải thu không có khả năng thu hồi theo quy định như trên hoặc không trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi. Thực tế, phần lớn doanh nghiệp có nợ tồn đọng đều là những doanh nghiệp có khó khăn về tài chính.

Các khoản nợ tồn đọng, dây dưa khó đòi đã qua nhiều năm, tài sản không cần dùng, vật tư hàng hoá tồn kho lâu ngày, trải qua nhiều đời giám đốc không còn chứng từ, không sổ sách và thực trạng tài chính nhiều doanh nghiệp thiếu lành mạnh, minh bạch. Nhiều doanh nghiệp không đủ điều kiện tồn tại, có nguy cơ phá sản (nợ xấu, tồn đọng nhiều, kéo dài, kinh doanh thua lỗ, mất vốn) vẫn đưa vào diện cổ phần hóa, làm cho quá trình cổ phần hóa phức tạp, kéo dài, đặc biệt phải xử lý những tồn tại về tài chính. Cơ chế hiện hành quy định hội đồng quản trị hoặc giám đốc doanh nghiệp đối với doanh nghiệp không có hội đồng quản trị phải có trách nhiệm trước pháp luật về việc xử lý nợ. Tuy nhiên, cơ chế chưa quy định cụ thể chế tài khi người có trách nhiệm không thực hiện xử lý nợ thậm chí còn để phát sinh nợ tồn đọng mới.

Nợ phải trả của DNNN thường gấp 1,2 đến 1,5 lần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp. Thậm chí có nhiều doanh nghiệp nợ gấp vài lần đến hàng chục lần vốn chủ sở hữu. Các khoản này chủ yếu là nợ các ngân hàng thương mại (khoảng 70%), nợ nước ngoài, nợ các doanh nghiệp, ngân sách và các khoản chiếm dụng khác. Quá trình CPH các DNNN hiện đang vấp phải những khó khăn nhất định. Trong đó, giải quyết các khoản nợ của doanh nghiệp là một điển hình. Cụ thể là các khoản nợ phải trả và các khoản nợ phải thu. Về nợ phải thu, khoản này chiếm khoảng 50-60% vốn chủ sở hữu, bằng 15-20% doanh thu hàng năm của doanh nghiệp. Trong đó, nợ phải thu khó đòi

chiếm khoảng 15-20% lợi nhuận hàng năm, nhưng đáng chú ý là tỷ lệ này thường không được phản ánh đầy đủ trong sổ kế toán doanh nghiệp. Việc xử lý các khoản nợ trên, đặc biệt là nợ xấu, mất rất nhiều thời gian, cần nhiều thủ tục và các cơ sở pháp lý... để xác minh. Quy trình xử lý cũng kéo dài do thủ tục và những khó khăn phát sinh khiến thời gian định giá doanh nghiệp CPH phải kéo dài. [43, tr. 3]

Nhiều doanh nghiệp bị lỗ nhưng chưa được các ngân hàng thương mại xử lý xoá nợ lãi vay. Việc chưa xử lý xoá nợ lãi vay thuộc trách nhiệm cả hai phía: doanh nghiệp chưa chủ động đề xuất với ngân hàng biện pháp xử lý xoá nợ lãi vay; ngược lại ngân hàng cũng còn do dự vì nếu xử lý xoá nợ lãi vay thì sẽ mất thu nhập.

c. Chưa có các qui định trong việc lựa chọn tổ chức định giá doanh nghiệp

Chất lượng định giá doanh nghiệp phụ thuộc rất lớn vào chất lượng của tổ chức định giá doanh nghiệp. Hiện nay có nhiều tổ chức cung cấp dịch vụ định giá doanh nghiệp tuy nhiên chưa có qui định hay các tiêu thức để đánh giá chất lượng, chưa có quy chế lựa chọn, giám sát hoạt động tư vấn định giá doanh nghiệp, chưa gán trách nhiệm của tổ chức tư vấn, định giá với việc bán cổ phần.

Từ năm 2003-2006 Bộ Tài chính đã có văn bản công bố danh sách các công ty chứng khoán, doanh nghiệp kiểm toán được thực hiện dịch vụ định giá doanh nghiệp CPH để lựa chọn chỉ định tổ chức tư vấn và định giá doanh nghiệp CPH. Tuy nhiên, các tiêu chuẩn để lựa chọn còn thấp. Thực tiễn cho thấy nhiều tổ chức tuy có chức năng định giá trong giấy phép đăng ký kinh doanh nhưng lại thiếu năng lực định giá, mà đây lại là vấn đề cơ bản ảnh hưởng lớn tới độ chuẩn xác trong tư vấn, đánh giá, tính toán giá trị doanh nghiệp CPH.

Trong giai đoạn 2001-2006 gần 3.000 DNNN đã được CPH thuộc nhiều loại hình doanh nghiệp khác nhau, có hệ số đánh giá chất lượng kỹ thuật máy móc thiết bị rất phức tạp, như: nhiệt điện, thủy điện, tuabin khí, truyền tải phân phối điện; khai thác mỏ lộ thiên, hầm lò; các ngành cơ khí, luyện kim, xây dựng công nghiệp và dân dụng, giao thông, thủy sản, điện tử, công nghiệp thực phẩm...; Muốn xác định chất lượng kỹ thuật còn lại của khối máy móc thiết bị chuyên ngành rất lớn trong từng loại hình doanh nghiệp trên để từ đó tính đúng giá trị doanh nghiệp CPH, đòi hỏi các tổ chức tư vấn và định giá doanh nghiệp được lựa chọn phải có các kỹ sư thiết bị chuyên ngành, nếu không rất dễ dẫn đến việc thẩm định theo cảm tính, có tính thủ tục hình thức, cơ bản dễ dàng thống nhất với doanh nghiệp CPH để trình cấp trên phê duyệt.

Việc lựa chọn tổ chức làm dịch vụ tư vấn, thực hiện công tác định giá doanh nghiệp để CPH, nhất là với những doanh nghiệp có khối tài sản lớn có giá trị hàng trăm tỉ đồng và máy móc thiết bị có hệ số phức tạp cần được tiến hành tổ chức đấu thầu công khai để đảm bảo việc lựa chọn tổ chức đủ năng lực, lựa chọn khách quan, minh bạch, tổ chức được lựa chọn thực sự có đủ năng lực định giá doanh nghiệp CPH.

d. BCTC thiếu tính công khai minh bạch trước khi định giá doanh nghiệp

Công tác định giá doanh nghiệp căn bản là dựa trên các thông tin tài chính, tuy nhiên nhiều BCTC của doanh nghiệp trước khi định giá thiếu tin cậy do không được kiểm toán, do vậy kết quả định giá trong các báo cáo định giá doanh nghiệp thường bị ảnh hưởng và hạn chế bởi tính công khai minh bạch của BCTC.

Mặt khác, thông tin về báo cáo tài chính cung cấp cho các nhà đầu tư trước khi tham gia đấu giá chưa rõ ràng- đầy đủ- kịp thời, chỉ mang tính đối phó làm cho các nhà đầu tư khó có thể nghiên cứu phân tích, tìm hiểu kỹ về tình hình hoạt động kinh doanh của công ty và kế hoạch sản xuất kinh doanh sau khi đã CPH. Một số công ty không lập bản cáo bạch để cung cấp cho nhà đầu tư, mà chỉ giới thiệu những thông tin cơ bản về tình hình hoạt động kinh doanh đã qua cho những người tham gia đấu giá xem. Thời gian niêm yết thông tin theo Thông tư 80 quy định: “ ... thông báo trên 5 số báo ngày liên tiếp của một tờ báo trung ương và một tờ báo địa phương ... trong thời hạn 30 ngày trước khi thực hiện cuộc đấu giá”. Nhưng đa phần các doanh nghiệp chỉ thông báo trước 15 ngày để các nhà đầu tư biết, nên các nhà đầu tư không biết kế hoạch, lịch trình cụ thể về việc bán cổ phần của doanh nghiệp. Điều này đã dẫn đến hệ quả là CPH mang tính khép kín, cổ đông hầu như chỉ là trong nội bộ và những người thân quen, khó thu hút được nhà đầu tư chiến lược, nhà đầu tư có tổ chức tham gia đầu tư vào doanh nghiệp. Tỷ lệ nhà đầu tư chiến lược tham gia vào các doanh nghiệp CPH chỉ chiếm khoảng 5% trên tổng số doanh nghiệp CPH. Thêm vào đó, các nhà đầu tư có tổ chức khó tiếp cận với doanh nghiệp CPH vì thông tin được công bố còn quá sơ sài và được cung cấp không kịp thời.[39, tr. 3]

2.2.3.2.2. Hạn chế trong phương pháp định giá doanh nghiệp

Công tác định giá DNNN để CPH ở Việt Nam tuy đã đạt được một số thành tựu nhưng vẫn tồn tại những hạn chế về phương pháp định giá doanh nghiệp, không ít các doanh nghiệp được định giá quá cao hoặc quá thấp, chưa phản ánh được đầy đủ giá trị lợi thế, giá trị doanh nghiệp không gắn với giá trị thị trường.

Phương pháp định giá doanh nghiệp để cổ phần hóa chưa phù hợp, gây nên thất thoát và lãng phí tài sản Nhà nước trong và sau quá trình cổ phần hóa. Việc định giá doanh nghiệp có thể phân làm hai giai đoạn khác nhau. Trong giai đoạn chưa có Nghị định 187: việc xác định giá trị doanh nghiệp do một hội đồng hoặc doanh nghiệp tự đảm nhận. Điều đó dẫn đến việc xác định thấp hoặc quá thấp giá trị doanh nghiệp, do đó, phần lớn cổ phần rơi vào tay một nhóm người. Trong giai đoạn sau khi có Nghị định 187: sự thất thoát tài sản Nhà nước đã được hạn chế, nhưng lại nảy sinh tình trạng liên kết, gian lận trong đấu thầu. Quá trình định giá ở các doanh nghiệp CPH trong thời gian qua, chúng ta thấy tồn tại một số vấn đề như:

a. Chưa xem xét định giá cho tài sản vô hình đặc thù hoặc lợi thế kinh doanh

Những loại tài sản không thể hiện giá trị trên bảng cân đối kế toán, hoặc nếu có thì thể hiện giá trị không đầy đủ như: Quyền khai thác mỏ, hệ thống phân phối, thương hiệu sản phẩm, cổ đông chiến lược, đối tác chiến lược, trình độ quản trị doanh nghiệp của ban quản lý, đội ngũ người lao động, các loại thương quyền mà một số doanh nghiệp có được, quyền sử dụng và khai thác tài nguyên thiên nhiên, quyền sử dụng khai thác cảng biển, cảng cạn ICD, các loại giấy phép đặc biệt...; Các loại tài sản này thường có giá trị rất lớn đối với doanh nghiệp, có trường hợp còn có tính quyết định đến sự phát triển của doanh nghiệp. Tuy nhiên, hiện nay chưa có qui định nào về việc định giá những TSCĐ vô hình này khi tiến hành định giá doanh nghiệp.

Hoặc các trường hợp “dựa hơi” thương hiệu như thương hiệu BH_ABC đã mang lại lợi thế cho công ty chứng khoán BH_ABC (BVSC) và là "bầu sữa mẹ" nuôi VSBC vượt qua những năm đầu ảm đạm của thị trường để rồi sau đó, ngày đầu tiên lên sàn giá CP đã tăng gấp 30 lần mệnh giá. Hoặc các doanh nghiệp thành viên ngành dầu khí, không phải doanh nghiệp nào cũng có lợi nhuận tốt từ việc tự tìm khách hàng hay thị trường mà chính từ cơ chế "khép kín" của ngành nên mỗi khi có đấu giá của doanh nghiệp nào đó thuộc dòng họ "Petro", ngay lập tức sẽ cho kết quả giá trúng thầu cổ phiếu rất cao. Thực trạng trên là mối rủi ro tiềm ẩn khi doanh nghiệp mất đi những ưu ái đặc thù của ngành. Lúc đó, các NĐT mới nhận thấy đâu là giá trị thật của mỗi doanh nghiệp như tháng 12/2006, giá trúng thầu của Công ty Bảo hiểm dầu khí PVI bình quân đạt 160.000 - 250.000 đ/CP, song đến nay cổ phiếu PVI vẫn chưa tạo được bao nhiêu lợi nhuận từ chênh lệch giá. [29, tr. 6]

b. Hạn chế trong phương pháp định giá hiện hành

Trong giai đoạn 2001-2006, cơ chế định giá còn mang nặng tính chủ quan của cơ quan quản lý doanh nghiệp, chủ yếu thực hiện theo cơ chế thành lập hội đồng định giá (quy định điều 20- NĐ 64), nên thường làm cho giá trị DNNN CPH được xác định luôn thấp hơn so với giá trị thực tế. Do không tính chính xác đối với giá trị vô hình (thường loại bỏ giá trị này) nên đã gián tiếp làm thất thoát tài sản và vốn Nhà nước, thu hẹp nguồn lực Nhà nước thông qua việc mua “rẻ” tài sản của Nhà nước. Theo Nghị định 64/2002/NĐ-CP khi định giá doanh nghiệp có hai phương pháp là định giá theo tài sản hiện có và chiết khấu dòng tiền nhưng đa phần các doanh nghiệp phối hợp với các công ty kiểm toán, công ty chứng khoán sử dụng phương pháp định giá tài sản theo phương pháp tài sản hiện có thường ảnh hưởng yếu tố chủ quan rất lớn do việc tổ chức kiểm toán chủ yếu dựa vào chứng từ, sổ sách kế toán xác định.

Theo quy định trong Nghị định 64/CP, có 2 cơ chế trong việc định giá được áp dụng. Một là, thành lập hội đồng định giá bao gồm đại diện các cơ quan quản lý nhà nước có liên quan, như sở tài chính, sở khoa học công nghệ. Hai là, thuê các công ty tư vấn độc lập. Tuy nhiên, việc lựa chọn hội đồng định giá doanh nghiệp vẫn còn nhiều bất cập. Các thành viên của hội đồng có thể sẽ có những ý kiến khác nhau, thậm chí trái ngược nhau và nghiêng về mục tiêu quản lý riêng. Như vậy, rất khó có thể đưa ra được kết quả thẩm định chính xác, khó phản ánh được giá trị thực tế của các doanh nghiệp. Trong Thông tư 79 của Bộ Tài chính, việc xác định giá trị tài sản vô hình (nếu có) thì tính theo giá trị còn lại đang hạch toán trên sổ kế toán. Tuy nhiên, cách định giá này không phù hợp và không có cơ sở. Theo các nhà doanh nghiệp thì giải pháp tốt nhất nên để cho thị trường định giá thông qua việc bán cổ phiếu ra thị trường chứng khoán. Tuy vậy, việc bán cổ phiếu ra thị trường chứng khoán cũng có nhiều doanh nghiệp bán khoán, vì có những doanh nghiệp nhỏ, các doanh nghiệp ở địa phương khó có được sự công bằng khi đưa ra đấu giá trên thị trường. Quan trọng là làm sao xác định được giá trị thực của thương hiệu đó, bởi vì những công ty con trong các ngành phụ trợ như: công ty bao bì, vận tải ...không sử dụng thương hiệu của công ty mẹ mà phải xác định giá trị thương hiệu lẫn lợi thế kinh doanh thì dựa trên cơ sở nào? Trên thực tế, có nhiều doanh nghiệp có thương hiệu lớn hơn gấp nhiều lần so với giá trị trên sổ sách. Chính vì vậy, khó có thể xác định được chính xác và công bằng nếu áp dụng công thức tính như trong Thông tư 79.

Quy trình định giá doanh nghiệp còn phiền hà, phân qua 3 giai đoạn: Hội đồng thẩm định của doanh nghiệp - Kiểm toán - Hội đồng thẩm định, sau đó cơ quan thẩm quyền mới công bố giá trị. Giá trị doanh nghiệp để cổ phần hoá phải là giá trị thực tế mà người mua, người bán đều chấp nhận được, nhưng tổ chức kiểm toán chủ yếu chỉ dựa vào chứng từ, sổ kế toán để xác định. Do đó, hầu như các kết quả kiểm toán không sử dụng được vào việc công bố giá trị doanh nghiệp để cổ phần hoá. Điều này một mặt làm chậm quá trình cổ phần hoá mặt khác làm tăng chi phí của doanh nghiệp.

Mặt khác, định giá doanh nghiệp còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố đặc thù của mỗi doanh nghiệp. Theo phương pháp định giá tài sản thì việc định giá không chỉ áp dụng đối với tài sản hữu hình mà còn cả vấn đề thương hiệu, lợi thế kinh doanh, giá trị quyền sử dụng đất chính là vấn đề gây khó khăn nhất cho quá trình định giá vì chưa có chuẩn nào xác định được giá trị của thương hiệu.

Xét về bản chất và điều kiện áp dụng của các phương pháp định giá đang được áp dụng thông dụng trên thế giới, cùng với các đặc điểm riêng biệt của quá trình CPH DNNN ở Việt Nam hiện nay, phương pháp định giá doanh nghiệp thông qua giá trị tài sản được ứng dụng nhiều, các nhóm phương pháp khác như dòng tiền chiết khấu hay tỷ lệ so sánh vẫn chỉ có tính chất tham khảo, áp dụng trong một số điều kiện cụ thể và khó có thể áp dụng trên diện rộng. Các hạn chế cơ bản trong việc áp dụng nhóm các phương pháp dựa trên kết quả hoạt động như sau:

- Tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp rất khó ước đoán được doanh thu hay dòng tiền của doanh nghiệp trong những năm hậu chuyển đổi. Không xác định được những đại lượng kể trên, việc áp dụng phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp bằng chiết khấu luồng tiền là khó có khả năng thực hiện được.

- Từ quan điểm quản lý vĩ mô, các DNNN thường có hiệu quả hoạt động kém hiệu quả. Đối với những doanh nghiệp như vậy, nếu áp dụng phương pháp chiết khấu luồng tiền dựa trên số liệu hiện tại, giá trị doanh nghiệp thường thấp hơn giá trị tài sản, thậm chí âm, không phù hợp với giá trị thực tế doanh nghiệp.

- Hệ thống số liệu thống kê của Việt Nam chưa phát triển và có hệ thống; việc xác định các chỉ số bình quân của từng ngành (P/E, IRR, .v.v.) là rất khó và không phải lúc nào cũng làm được. Thiếu những chỉ số này làm chuẩn (benchmarks) sẽ rất khó áp dụng được phương pháp tỷ lệ so sánh hay xác định được tỷ lệ chiết khấu phù hợp cho phương pháp chiết khấu luồng tiền.

- Các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp bằng chiết khấu luồng tiền hay tỷ lệ so sánh đều đòi hỏi rất nhiều giả định dựa trên kinh nghiệm của cán bộ định giá. Các giả định này thường rất khó kiểm chứng về tính chính xác và trung thực. Hiện tại, đội ngũ cán bộ định giá của Việt Nam có trình độ chuyên môn chưa cao và chưa có kinh nghiệm chưa nhiều. Việc áp dụng rộng rãi các phương pháp định giá kể trên dễ dẫn tới sai lệch có tính chủ quan.

- Phần lớn các phương pháp định giá thông qua chiết khấu luồng tiền hoặc tỷ lệ so sánh đều phải sử dụng thị trường chứng khoán hoặc các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán làm chuẩn. Để đáp ứng được các tiêu chuẩn này, thị trường chứng khoán và các công ty niêm yết phải thực sự là đại diện cho nền kinh tế. Hiện nay, thị trường chứng khoán của Việt Nam quy mô còn nhỏ, các công ty chưa đặc trưng cho ngành mà nó đại diện nên không thể được sử dụng làm chuẩn một cách chính xác.

Xét từ bản chất nguyên lý, phương pháp định giá thông qua giá trị tài sản hiện Việt Nam đang áp dụng có độ nhạy tương đối thấp với các yếu tố thời gian và biến động quản lý của doanh nghiệp. Do bản chất cách tính chủ yếu dựa trên tài sản hữu hình, điểm yếu của phương pháp này bỏ qua giá trị vô hình của doanh nghiệp. Nói một cách hình ảnh, nếu định giá bằng phương pháp dòng tiền chiết khấu hay phương pháp tỷ lệ so sánh cho ta giá thành của sản phẩm đó. Về mặt nguyên tắc, giá bán thường cao hơn giá thành nên định giá bằng phương pháp tài sản có thể dẫn tới việc làm thấp đi giá trị thực của doanh nghiệp. Tuy nhiên, như trên đã phân tích, trong trường hợp doanh nghiệp quản lý kém hiệu quả hay làm ăn thua lỗ thì việc định giá bằng phương pháp tài sản lại có lợi hơn như khi bán các sản phẩm có lỗi hoặc lạc hậu, người ta thường bán với mức giá thấp hơn giá thành. Thêm vào đó, định giá trực tiếp bằng phương pháp tài sản thường dễ tìm các chuẩn dưới dạng các bảng giá hoặc suất đầu tư. Các chuẩn này thường có tính pháp lý cao (do Nhà nước, các tập đoàn, công ty lớn ban hành) dễ thẩm định, kiểm tra.

Nghị định số 187/2004/NĐ-CP của Chính phủ ban hành ngày 16-11-2004 về chuyển DNNN thành công ty cổ phần chỉ nêu các nguyên tắc chung về tổ chức xác định giá trị doanh nghiệp, về lựa chọn tổ chức định giá doanh nghiệp, về điều chỉnh giá trị doanh nghiệp CPH...; Thông tư số 126/2004/TT-BTC, ngày 24-12-2004 của Bộ Tài chính cũng chỉ quy định chung nhất là chất lượng còn lại của tài sản được xác

định bằng tỉ lệ phần trăm so với chất lượng 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 bất hợp lý là: Nếu đứng trên phương diện quản lý kỹ thuật vận hành và an toàn lao động thì không một nhà quản lý doanh nghiệp nào dám cho những tài sản cố định như nhà điều hành sản xuất, những trạm biến áp điện, những đường dây truyền tải điện, những phương tiện vận tải, những máy móc chế tạo cơ khí điện tử, các máy móc thiết bị khai thác, chế biến... mà chất lượng kỹ thuật được xác định lại khi CPH chỉ còn 30%, 35%, 40%, thậm chí là 20% như mức giới hạn thấp nhất mà Bộ Tài chính cho phép lại vẫn tiếp tục được vận hành và nằm trong giá trị CPH doanh nghiệp. Nhưng thực tế này là khá phổ biến.

Hạn chế lớn nhất trong CPH DNNN đến nay là việc xác định chất lượng còn lại của tài sản tại thời điểm tiến hành CPH chưa chính xác, thiếu nhiều chuẩn mực đã dẫn tới hậu quả tất yếu là giá trị của nhiều doanh nghiệp thấp hơn rất nhiều so với giá trị thực tế tài sản đang phát huy tác dụng trong SXKD của doanh nghiệp, làm Nhà nước bị thất thoát giá trị tài sản lớn khi CPH.

Điều này cắt nghĩa tại sao nhiều doanh nghiệp khi CPH, giá bán khởi điểm một cổ phần là 11.000đ, 15.000đ hay 20.000đ... nhưng thị trường sẵn sàng chấp nhận mua với giá cao gấp 3, 4, 5... lần mà không phải là giá ảo. Đó là giá thị trường chấp nhận được của các nhà đầu tư chuyên nghiệp trong và ngoài nước.

Loại trừ vấn đề áp giá mới, thì mấu chốt ở đây chính là phương pháp đánh giá và tính toán phần trăm chất lượng còn lại của tài sản doanh nghiệp tại thời điểm CPH, có làm tốt việc này thì mới xác định đúng giá trị thực tế tài sản doanh nghiệp CPH. Nhưng hiện nay, lĩnh vực này còn thiếu những văn bản quy định và hướng dẫn cụ thể của Nhà nước và các bộ chuyên ngành.

Trong hồ sơ xác định giá trị doanh nghiệp CPH của nhiều doanh nghiệp được duyệt đã có sự "vênh" rất lớn giữa đánh giá phần trăm chất lượng kỹ thuật còn lại với giá trị thực còn tốt của tài sản, phần tốt này đã bị "mất" đi một cách tuyệt đối qua số tương đối là tỉ lệ phần trăm chất lượng tài sản bị đánh tụt xuống, cụ thể:

+ Việc đánh giá mức hao mòn thực tế của TSCĐ thông qua việc xác định hao mòn vô hình và hao mòn hữu hình của TSCĐ chưa được thực hiện đầy đủ. Việc định giá chỉ chú trọng vào đánh giá TSCĐ bằng hao mòn hữu hình và việc xác định hao mòn vô hình hầu như bị bỏ qua vì không có qui định và hướng dẫn cụ thể.

+ Các bộ chủ quản và các tổng công ty 91 chưa xây dựng biểu hệ số thống nhất xác định hao mòn vô hình, tức là hệ số giảm giá trị TSCĐ cho các máy móc thiết bị chuyên ngành như điện, dầu khí, khai thác mỏ, viễn thông, cơ khí, luyện kim, phương tiện vận tải... để áp dụng thống nhất và đồng bộ. Chưa có hướng dẫn cụ thể việc đánh giá chất lượng TSCĐ 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 so với quy định hiện hành của Bộ Tài chính.

Mặt khác, Nhà nước cũng chưa quy định rõ trình tự cụ thể xác định giá trị sử dụng còn lại của TSCĐ theo cả yếu tố hao mòn hữu hình và vô hình theo phương pháp nào (phân tích kinh tế kỹ thuật, phương pháp thống kê kinh nghiệm, phương pháp chuyên gia). [40, tr. 3]

Phương pháp định giá hiện nay theo qui định của Thông tư 126 vẫn còn nhiều bất cập. Đối với phương pháp tài sản, hầu hết các tổ chức cung ứng dịch vụ đều thiếu thông tin về giá thị trường để xác định tỷ lệ phần trăm còn lại của nhà xưởng, máy móc; chưa có tiêu chuẩn cụ thể để xác định giá trị thương hiệu, chưa tính hết được giá trị tiềm năng của doanh nghiệp. Phương pháp dòng tiền chiết khấu áp dụng rất phức tạp, doanh nghiệp cũng không muốn giá trị được đánh giá quá cao, khó bán cổ phần, bất lợi trong việc chia cổ phần ưu đãi trong nội bộ.

Bên cạnh đó, kỹ thuật định giá doanh nghiệp ở Việt Nam còn quy định tương đối đơn giản do thị trường chứng khoán chưa phát triển mạnh để làm cơ sở cho việc định giá doanh nghiệp. Rất nhiều yếu tố định giá phải dựa vào số liệu trên TTCK như tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp, tỷ số giá trên lợi nhuận, hệ số hoàn vốn...; Mặt khác, sự biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán sẽ là những thông tin phản hồi rất có giá trị đối với việc định giá doanh nghiệp.

2.2.3.2.3. Hạn chế trong lựa chọn phương pháp định giá doanh nghiệp

Hiện nay, chưa có qui định của hướng dẫn cụ thể về điều kiện, cách thức và loại hình doanh nghiệp áp dụng phương pháp định giá doanh nghiệp phù hợp *đa số các doanh nghiệp được định giá để CPH đều áp dụng phương pháp tài sản và rất ít doanh nghiệp được tiến hành định giá theo phương pháp dòng tiền chiết khấu.*

Những doanh nghiệp có ngành nghề kinh doanh trong lĩnh vực dịch vụ tài chính, kiểm toán, ngân hàng, thương mại, tư vấn, thiết kế xây dựng, tin học và chuyển giao công nghệ có tài sản hữu hình không nhiều nhưng giá trị tài sản vô hình rất lớn

mà phương pháp định giá theo tài sản không thể thể hiện hết được. Đối với doanh nghiệp này, áp dụng phương pháp định giá theo giá trị tài sản chỉ mang tính tham khảo, mới chỉ thể hiện được giá sàn của doanh nghiệp, đảm bảo việc không làm thất thoát vốn của Nhà nước mà chưa thể hiện được giá trị thực tế của doanh nghiệp. Việc áp dụng định giá theo luồng tiền chiết khấu sẽ giải quyết được hầu hết các vướng mắc trong việc định giá tài sản vô hình cũng như các giá trị tiềm năng hay xác định giá trần của doanh nghiệp. Mặt khác, mỗi ngành nghề, mỗi lĩnh vực đều có những đặc điểm kinh tế kỹ thuật riêng, các doanh nghiệp thuộc các ngành nghề khác nhau sẽ khác nhau về phương thức định giá. Lấy ví dụ về một doanh nghiệp bảo hiểm hoặc một công ty quảng cáo. Giá trị tài sản thực của các doanh nghiệp này không lớn. Nếu chỉ áp dụng phương pháp định giá theo giá trị tài sản thì giá trị doanh nghiệp sẽ rất thấp so với giá trị doanh nghiệp đó, xét trên giác độ tiềm năng về doanh thu trong tương lai. Đối với loại doanh nghiệp này, cần áp dụng phương pháp định giá dựa trên kết quả hoạt động về lợi nhuận có khả năng thu được trong tương lai của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, Việt Nam chưa đưa ra một hệ thống các phương pháp định giá doanh nghiệp để đáp ứng yêu cầu và tình hình đặc điểm của các loại hình doanh nghiệp. Xu hướng chung cho thấy, giá trị của các tổng công ty được cổ phần hóa hoặc thành lập mới trong thời gian qua chỉ đơn giản là giá trị tập hợp các đơn vị thành viên, không thể hiện giá trị tương hỗ giữa tổng công ty và các thành viên cũng như các thành viên với nhau. Điều này sẽ dẫn đến những thiệt hại to lớn nếu những tổng công ty này phát hành chứng khoán hoặc liên doanh với nước ngoài. Đồng thời, Việt Nam chưa có hướng dẫn cụ thể về điều kiện, cách thức và loại hình doanh nghiệp áp dụng các phương pháp định giá doanh nghiệp. Đây chính là một trong những hạn chế lớn làm ảnh hưởng đến kết quả của công tác định giá doanh nghiệp trong thời gian qua.

2.2.3.2.4. Hạn chế trong quá trình tổ chức định giá doanh nghiệp

a. Thiếu đội ngũ chuyên gia lành nghề và có chuyên môn sâu tham gia công tác định giá doanh nghiệp

Để đáp ứng nhu cầu định giá doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường, đặc biệt là nhu cầu định giá doanh nghiệp để CPH, ngoài việc thiếu một hệ thống phương pháp luận về định giá doanh nghiệp, hiện nay do các tổ chức định giá ở Việt Nam chỉ mới phát triển mạnh trong thời gian gần đây nên Việt Nam đang thiếu đội ngũ chuyên gia lành nghề và có chuyên môn sâu tham gia công tác định giá doanh nghiệp.

b. Không có quy định rõ ràng về tiêu chuẩn, điều kiện của tổ chức được chọn để thực hiện công tác định giá doanh nghiệp

Các năm 2003 đến năm 2006, Bộ Tài chính có cấp phép hoạt động tư vấn và xác định giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, chưa có qui định cụ thể về tiêu chuẩn của một tổ chức được chọn để thực hiện công tác định giá doanh nghiệp, cũng như các tiêu chuẩn đánh giá năng lực của tổ chức định giá, đồng thời điểm yếu lớn nhất trong lĩnh vực này là do chưa chiếm được niềm tin của khách hàng về chất lượng, các tổ chức cung ứng dịch vụ chuyển sang cạnh tranh với nhau thông qua giá cả.

Theo quy định của Thông tư 126, doanh nghiệp có giá trị dưới 30 tỷ đồng, phí tư vấn 200 triệu đồng, từ 30-50 tỷ là 300 triệu, trên 50 tỷ được trên 400 triệu. Qui định về mức phí này còn nhiều bất cập, cụ thể: khi định giá Công ty Xây dựng kỹ thuật dầu khí, VCBS chào phí 900 triệu đồng, công ty thứ hai chào 600 triệu, nhưng có công ty chỉ chào 250 triệu đồng, sau đó VCBS được chỉ định định giá. 30 nhân viên tư vấn làm việc ròng rã 3 tháng tại 14 chi nhánh trên phạm vi cả nước, tổng tài sản gần 3.200 tỷ đồng nhưng mức phí định giá được 255 triệu đồng. Mức phí cho công tác định giá doanh nghiệp trong CPH DNNN thấp, tổ chức cung cấp dịch vụ khó có điều kiện đầu tư, thuê các nhân viên có kinh nghiệm có năng lực nghiệp vụ để thực hiện hợp đồng, nhiều công ty lại chào... phá giá. Theo đó, việc lựa chọn tổ chức định giá có chất lượng và uy tín gặp nhiều khó khăn, đây cũng là một trong những nguyên nhân làm tăng thời gian cho công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay.

Chính phủ đã bỏ hình thức đấu thầu thuê tư vấn định giá DNNN. Thực tế mặc dù giá trị của các hợp đồng tư vấn định giá doanh nghiệp quá nhỏ (tối đa chỉ bằng 0,5% giá trị doanh nghiệp) nhưng từ trước đến nay các bộ, ngành vẫn thích tổ chức đấu thầu. Nguyên nhân chính là do sợ trách nhiệm và tránh bị kiện tụng. Do đó, thiệt hại về thời gian là rất lớn vì một gói thầu thường kéo dài đến 2 tháng và như vậy chắc chắn sẽ làm chậm tiến trình cổ phần hóa của doanh nghiệp.

c. Hạn chế trong giám sát đối với tổ chức được chọn tiến hành thực hiện định giá doanh nghiệp

Hiện nay, các tổ chức định giá trong quá trình tham gia công tác định giá doanh nghiệp chưa có quy chế quản lý, giám sát hoạt động tư vấn và định giá doanh nghiệp. Các công ty trong nước cũng chưa liên kết với nước ngoài để nâng cao năng lực, đào tạo đội ngũ cán bộ trước khi các cam kết gia nhập WTO có hiệu lực. Do

vậy, chất lượng công tác định giá doanh nghiệp trong giai đoạn 2001-2006 chưa cao, chưa sát với thị trường, thường chậm tiến độ và thiếu động lực để các tổ chức định giá doanh nghiệp nâng cao chất lượng.

d. Hạn chế về qui trình đấu giá cổ phần ra thị trường

Trước năm 2002, việc bán cổ phần lần đầu chủ yếu là bán nội bộ trong doanh nghiệp. Kể từ khi Nghị định 64 ra đời, với quy định mới về đấu giá bán cổ phần, khắc phục được tình trạng CPH khép kín trong nội bộ doanh nghiệp, tạo điều kiện để thay đổi phương thức quản lý và huy động thêm vốn xã hội vào đầu tư đổi mới công nghệ, phát triển kinh doanh, nâng cao hiệu quả hoạt động sau khi chuyển đổi. Tuy nhiên, việc đấu giá bán cổ phần lần đầu ở DNNN CPH thời qua chủ yếu thực hiện theo phương thức bỏ phiếu kín nên chứa đựng nhiều nhân tố chủ quan ngẫu nhiên dẫn đến giá đặt mua đều khác nhau và có sự chênh lệch lớn so với giá khởi điểm dẫn đến việc định giá cổ phần sau đấu giá sẽ không chính xác, gây thiệt hại cho nhà đầu tư.

Thông tin cung cấp cho các nhà đầu tư trước khi tham gia đấu giá chưa rõ ràng- đầy đủ- kịp thời, mang tính đối phó làm cho các nhà đầu tư khó có thể nghiên cứu phân tích, tìm hiểu kỹ về tình hình hoạt động kinh doanh và kế hoạch SXKD sau khi đã cổ phần hoá. Một số doanh nghiệp không lập bản cáo bạch để cung cấp cho nhà đầu tư, mà chỉ giới thiệu những thông tin cơ bản về tình hình hoạt động kinh doanh đã qua cho những người tham gia đấu giá xem tại công ty, như Xí nghiệp thiết bị Y tế (Metech). Về niêm yết thông tin theo Thông tư 80 quy định: “... *thông báo trên 5 số báo ngày liên tiếp của một tờ báo trung ương và một tờ báo địa phương ... trong thời hạn 30 ngày trước khi thực hiện cuộc đấu giá*”, nhưng đa phần các doanh nghiệp chỉ thông báo trước 15 ngày để các nhà đầu tư biết, nên các nhà đầu tư không biết kế hoạch, lịch trình cụ thể về việc bán cổ phần của doanh nghiệp. [34, tr. 11-14]

Thực tế đến năm 2004, một số doanh nghiệp không có cổ phần bán ra bên ngoài trong khi tỷ lệ cổ phần Nhà nước nắm giữ lại quá cao hoặc một số doanh nghiệp làm ăn hiệu quả, vốn điều lệ lớn được giới đầu tư đánh giá cao thì lại bán cổ phần ra ngoài quá thấp. Như Công ty CP Nhựa Bình Minh vốn điều lệ 107,18 tỷ đồng, nhưng cổ phần nhà nước nắm giữ đến 64,6%. Công ty CP Bia Thanh Hóa vốn điều lệ 57,5 tỷ đồng, cổ phần nhà nước chiếm đến 83,3%. Công ty Pin ắc quy miền Nam vốn điều lệ 102,63 tỷ đồng nhưng tỷ lệ bán ra ngoài chỉ có 9,85% trên vốn điều lệ. Công ty CP Bóng đèn phích nước Rạng Đông vốn điều lệ 79,15 tỷ đồng nhưng tỷ lệ bán ra ngoài

chỉ có 8,09% trên vốn điều lệ. Không ít các nhà đầu tư tài chính thắc mắc: Tại sao những doanh nghiệp cổ phần này đủ điều kiện niêm yết trên thị trường chứng khoán, nếu chiếu theo Nghị định 64/2002/NĐ-CP thì lẽ ra các cơ quan phê duyệt phương án bán cổ phần nên khuyến khích đơn vị thực hiện bán ra 15%-20% vốn điều lệ ra bên ngoài như quy định, nhưng thực tế mức bán ra chưa tới 10%. [7, tr. 1-2]

Mặt khác, cách thức tổ chức bán đấu giá trên thực tế còn rất hình thức và đã làm nản lòng nhà đầu tư. Ví dụ, trường hợp đấu giá cổ phần của Công ty Bóng đèn phích nước Rạng Đông. Thông báo bán cổ phần đăng trên báo ngày 15-5-2004, đến 18-5 bắt đầu nhận đăng ký cổ phần và thời gian đăng ký kéo dài có 2 ngày đã... khóa sổ. Ngày 24-5 mở thầu nhưng 2 ngày 22 và 23-5 là thứ bảy, chủ nhật nên các nhà đầu tư còn quá ít thời gian để tìm hiểu và ra quyết định đầu tư. Bản công bố thông tin cho nhà đầu tư quá sơ sài. Không chỉ cố tình che giấu thông tin về việc tổ chức đấu giá cổ phần, nhằm hạn chế số lượng người tham gia, nhiều doanh nghiệp còn hạn chế, thậm chí từ chối, việc đăng ký tham gia đấu giá mua cổ phần của các nhà đầu tư. Ví dụ, Công ty Thiết bị Y tế Trung ương 2 (Vimec) theo Thông báo của Vimec trên báo Sài Gòn Giải phóng (số ra ngày 7 và 9/3), buổi bán đấu giá 5.880 cổ phiếu phát hành lần đầu của Vimec, tương đương 7% vốn điều lệ của Công ty cổ phần mới, được tổ chức vào ngày 11/3; thời gian đăng ký từ ngày 7 đến 15 giờ ngày 9/3.2004. Tuy nhiên, theo phản ánh của nhiều nhà đầu tư, họ bị từ chối đăng ký đấu giá (dù vẫn còn thời gian đăng ký) với lý do là "không thuộc diện "bạn hàng thân thiết" với Công ty.

Một số doanh nghiệp đã sửa đổi quy chế đấu giá và làm trái với quy định của pháp luật hiện hành (Thông tư 80/2002/TT-BTC). Như Xí nghiệp Cafatex trong quy chế bán đấu giá cổ phần (được thông báo ngày 06/04/2004), không hề có một điều khoản hay tiểu mục nào quy định việc khống chế số lượng cổ phần tối đa mà một nhà đầu tư được mua. Tuy nhiên, hai ngày sau đó (08/04/2004), "Hội đồng đấu giá" của đơn vị này lại ra quy định hạn chế mức cổ phần tối đa nhà đầu tư được mua là 10.000 cổ phần. [23, tr. 3]

Qua những trường hợp nêu trên, có thể khẳng định rằng, hiện có sự không công khai, minh bạch trong việc bán đấu giá cổ phần ở một số doanh nghiệp tiến hành cổ phần hoá. Bản thân một số doanh nghiệp có tổ chức đấu giá cổ phần cũng đã thừa nhận rằng, sở dĩ họ không muốn công khai việc đấu giá cổ phần vì họ không muốn bán cổ phiếu ra bên ngoài.

Sau khi Nghị định 187 ra đời, việc bán cổ phần đã công khai hơn qua các công ty chứng khoán để tạo ra không khí sôi động, tạo môi trường thuận lợi cho công chúng và các nhà đầu tư làm quen với chứng khoán và TTCK, yêu cầu các nhà đầu tư tiềm năng tham gia đấu giá thật sự, nghiên cứu và phân tích kỹ các thông tin của doanh nghiệp được công bố để đưa ra quyết định đúng đắn trước khi đăng ký tham dự đấu giá. Việc đấu giá cổ phần được thực hiện minh bạch hơn, các nhà đầu tư có thể tiếp nhận thông tin công bố một cách dễ dàng tại các công ty chứng khoán đảm bảo thực hiện đấu giá như thông tin: quá trình hình thành, hoạt động đầu tư, cơ cấu tài sản-nguồn vốn, kết quả hoạt động kinh doanh và phương án hoạt động sau khi chuyển sang công ty cổ phần. Ví dụ Công ty CP Kinh Đô miền Bắc trước khi đưa ra bán đấu giá cổ phần, thông tin đã được loan khắp các mặt báo trước cả tháng. Các nhà đầu tư có thể tìm kiếm thông tin, kế hoạch phát triển, vốn liếng, tình hình tăng trưởng, lợi nhuận, doanh thu... qua môi giới công ty trung gian tại Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Cuộc đấu giá cổ phần được tổ chức cùng lúc ở cả 2 đầu thành phố và nối mạng trực tiếp. Kết quả, cổ phần của công ty này đạt mức bỏ thầu cao nhất từ trước đến nay: 351.000đ/cổ phần và thặng dư 14,5 tỷ đồng sau khi đấu thầu.

Việc đấu giá cổ phần qua 2 Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội và Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh của các công ty đã thu được một số thành công bước đầu. Nhìn chung các cuộc đấu giá đều có giá trúng đấu giá cao hơn giá khởi điểm (được tính dựa trên cơ sở chiết khấu luồng tiền) và mệnh giá (được tính dựa trên cơ sở giá trị tài sản). Điều này chứng tỏ đấu giá công khai đã góp phần định ra mức giá gần với giá trị kinh tế đích thực của doanh nghiệp.

e. Hạn chế về tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu và chính sách đối tác chiến lược

Trong chính sách CPH có qui định phải bán một phần cổ phiếu với giá ưu đãi cho những người trong nội bộ doanh nghiệp, như giám đốc được mua đến 30% và giám đốc thường không mua nhiều vì sợ lộ tài sản, nhưng lại tập hợp lực lượng hoặc bán quyền mua. Trong bối cảnh TTCK đang “nóng hôi hổi”, các nhà đầu tư sẵn sàng nộp trước tiền mua cổ phiếu, chỉ cần “nhận chỗ”, người có quyền mua đã “chớp” được một khoản chênh lệch không thể nói là nhỏ. Nhà nước có thể bán thẳng cổ phiếu ra thị trường với giá cao, thì lại “tạo điều kiện” cho một số đối tượng mang danh người lao động “nặng tay trên” và một số đối tượng còn nặng cả phần của công nhân vì công nhân được quyền mua bao nhiêu là do chính ban CPH của doanh nghiệp quyết định.

Một số doanh nghiệp ký kết “đôi tác chiến lược” giữa những đại gia nhưng do chưa có cơ chế giám sát hữu hiệu nên họ hoàn toàn có thể thông đồng với nhau để tư lợi và không ít trường hợp đây là cách... bán rẻ cổ phần Nhà nước. Thực tế một số doanh nghiệp sau khi đã mua... gần hết cổ phần ưu đãi nội bộ, để “vét” đến mức tối đa cổ phần bán ra ngoài, giám đốc còn nhờ một công ty khác đứng ra làm “đôi tác chiến lược” vì trường hợp này được bán cổ phiếu với giá ưu đãi 20% sau khi ký kết xong, rất có thể “đôi tác chiến lược” được cầm cái phong bì dày cộp ra về. Sau đó, “đôi tác chiến lược” giữ được cổ phiếu trong bao lâu, có tuồn ra TTCK hay rơi vào tay ai thì thật khó lòng kiểm soát.

f. Quy trình tổ chức triển khai công tác định giá doanh nghiệp để cổ phần hoá chưa hợp lý

Quy trình định giá doanh nghiệp để cổ phần hoá còn rườm rà, phức tạp. Sự phân công, phân cấp giữa các ngành, địa phương và doanh nghiệp chưa rõ ràng, còn chồng chéo về chức năng, nhiệm vụ, có những công việc không cần thiết phải phân chia thành nhiều công đoạn, nhiều tổ chức tham gia. Mỗi việc hay mỗi công đoạn do một tổ chức đảm nhiệm, nhưng không xác định thời gian tối đa phải hoàn thành. Do vậy, hầu như mọi công việc đều bị kéo dài quá mức cần thiết.

Việc hướng dẫn nghiệp vụ cho triển khai cổ phần hoá chưa được kịp thời và chu đáo. Hầu như cán bộ các cấp khi triển khai công việc đều lúng túng nhất là trong việc xây dựng đề án định giá doanh nghiệp để cổ phần hoá, điều lệ thành lập công ty cổ phần, cách thức thẩm định giá trị doanh nghiệp, vấn đề xử lý lao động, xử lý tài sản, công nợ của doanh nghiệp.

g. Chậm tổng kết và phổ biến kinh nghiệm công tác định giá doanh nghiệp trong quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước

Do đặc thù của Việt Nam, công tác định giá doanh nghiệp chủ yếu là thông qua cổ phần hoá, quá trình triển khai cổ phần hoá phải xử lý nhiều vấn đề kinh tế, xã hội và nghiệp vụ cụ thể. Phải vừa học, vừa làm, vừa từng bước bổ sung để hoàn chỉnh dần. Tuy nhiên, Nhà nước chưa thường xuyên tổ chức sơ kết, tổng kết ở mỗi ngành, mỗi địa phương để đánh giá mặt mạnh, mặt yếu, nguyên nhân và đề ra biện pháp khắc phục trong cả nước; đồng thời còn chưa giúp cho các ngành, các địa phương, các doanh nghiệp học tập lẫn nhau và chưa phổ biến thông tin những kinh nghiệm tốt của một số nước trên thế giới nhất là các nước có điều kiện tương tự như Việt Nam.

2.2.3.2.5. Hạn chế về qui định cho định giá tài sản vô hình như: thương hiệu, giá trị quyền sử dụng đất, lợi thế kinh doanh

Theo cơ chế của Bộ Tài chính, việc định giá được tập trung cho máy móc thiết bị, nhà xưởng, phí thuê đất mà ít chú ý đến như thương hiệu và vị trí lợi thế của doanh nghiệp. Thứ trưởng Tài chính Lê Thị Băng Tâm nhận xét: *định giá doanh nghiệp ở Việt nam thường nghiêng về tính giá trị trên sổ sách; việc tính giá trị tiềm năng như thương hiệu, sức phát triển tương lai chỉ được áng chừng rồi cộng vào chứ không có cơ sở xác thực.* Do vậy đã dẫn đến giá trị tài sản vô hình rất lớn nhưng chỉ bao gồm một phần nhỏ trong giá trị doanh nghiệp làm thất thoát nhiều tài sản của Nhà nước khi định giá doanh nghiệp. Ví dụ, Khách sạn Kim Liên đưa cổ phần ra đấu giá, các nhà đầu tư bị hấp dẫn về giá trị bất động sản mà doanh nghiệp này đang chiếm giữ. Vị trí đắc địa, gần công viên, giao thông thuận lợi, diện tích rộng... trong khi giá trị doanh nghiệp được xác định chỉ 40 tỷ đồng. Kết quả là cổ phần của doanh nghiệp này lập tức tăng lên tới gần 20 lần so với giá khởi điểm. Như vậy giá trị thực của doanh nghiệp này cao hơn rất nhiều lần mức giá được Hội đồng định giá doanh nghiệp quyết định. Khách sạn Tràng Tiền (nay là Công ty cổ phần Tràng Tiền) là một “điển tích” của giới đầu tư chứng khoán. Tọa lạc ở số 35 phố Tràng Tiền, với vị trí trung tâm của những trung tâm tại thủ đô, sát hồ Hoàn Kiếm, ít ai biết rằng khi tiến hành CPH khách sạn này được định giá chỉ... 4 tỉ đồng. Một trường hợp tương tự, khách sạn Phú Gia, cũng nằm ở vị trí đẹp, có truyền thống nhưng cũng chỉ được định giá 3,5 tỉ đồng trong khi có nhà đầu tư đã từng trả 5 tỷ để mua khách sạn này. Đặc biệt là việc định giá để CPH Công ty bánh Tôm Hồ Tây với vị trí sát hồ Tây, kề hồ Trúc Bạch, đất rộng hàng trăm mét vuông, chưa tính nhà cửa, uy tín doanh nghiệp, nếu Nhà nước đem bán đất cũng được trên 10 tỉ đồng. Thế nhưng, doanh nghiệp này chỉ được định giá 850 triệu! Hoặc khi định giá Intimex, cơ quan chức năng đã không tính vào giá trị doanh nghiệp giá trị đất quanh bờ hồ Hoàn Kiếm nhưng 2.800m², trong đó có 100m² mặt tiền tại 26 - 28 Lê Thái Tổ, nằm đối diện Hồ Gươm. Sau đó, cổ phần của công ty này khi đưa ra đấu giá đã lập tức bị mua hết với mức giá cao gấp 16 lần giá khởi điểm.

Định giá doanh nghiệp ít quan tâm đến khâu xác định giá trị thương hiệu của doanh nghiệp. Điển hình có những doanh nghiệp, khi định giá lúc đầu để CPH khoảng mười tỷ đồng, nhưng khi mời tư vấn nước ngoài đến định giá, thì giá trị đích thực của doanh nghiệp (giá trị tài sản và giá trị thương hiệu) lên tới con số hàng trăm tỷ đồng.

Như Tổng công ty Du lịch Sài Gòn theo Ông Mai Quốc Bình, Phó chủ tịch UBND TP. Hồ Chí Minh, nếu chỉ định giá tài sản của tổng công ty này dựa vào tài sản cố định như lâu nay, thì chỉ vào khoảng 1.500 tỷ đồng, nhưng nếu đánh giá dựa trên giá trị tài sản và giá trị thương hiệu của công ty, thì số tiền đó sẽ lớn gấp 20 lần. Rõ ràng dựa vào cách đánh giá trên, thì trong thời gian qua, mặc dù mới chỉ thí điểm CPH ở những công ty loại nhỏ, nhưng chắc chắn, việc định giá "hớ" giá trị doanh nghiệp là không thể tránh khỏi. [33, tr. 5]

Sau đó, việc xác định giá trị lợi thế của doanh nghiệp đã được tính đến, tuy nhiên về phương pháp tính còn hạn chế là:

+ Khi xác định tỉ suất lợi nhuận của 3 năm liên kế với thời điểm cổ phần hoá là dựa trên vốn Nhà nước hiện hành. Nhưng khi xác định lợi thế thì lại dựa trên số vốn Nhà nước đã được đánh giá lại. Sự không đồng nhất này làm thiệt hại cho người mua cổ phần nếu như vốn Nhà nước theo giá đánh lại tăng lên; làm thiệt hại cho Nhà nước nếu vốn Nhà nước theo giá đánh lại giảm đi.

+ Lợi thế được căn cứ vào kết quả kinh doanh thực tế của doanh nghiệp, nhưng tương lai của doanh nghiệp còn chịu ảnh hưởng của nhiều sự biến động khác, đặc biệt là cạnh tranh cao thì giá trị siêu ngạch do lợi thế đem lại cũng giảm đi. Do đó tính 100% lợi thế vào giá trị doanh nghiệp để bán thì người mua cổ phần có thể bị thiệt thòi.

+ Lợi thế kinh doanh của một doanh nghiệp trong ngành điện lực hoặc ngành bưu chính viễn thông, ngành dầu khí... nếu CPH thì cổ phiếu của doanh nghiệp này sẽ cao gấp nhiều lần giá khởi điểm vì các doanh nghiệp này có lợi thế kinh doanh độc quyền, Tuy nhiên vấn đề này chưa được đề cập và tính vào giá trị doanh nghiệp. Nếu định giá quá thấp một số ít người sẽ chiếm dụng được một lượng lớn tài sản của Nhà nước. Nước Nga thời Yeltsin đã CPH các doanh nghiệp Nhà nước với giá rất thấp và chỉ hơn 10 năm sau, tài sản của các tỷ phú Nga đã bằng 40% GDP của nước Nga.

Đồng thời, công tác định giá hiện nay chưa được bổ sung thêm giá trị vô hình là giá trị quyền sử dụng đất và giá trị vườn cây, rừng trồng vào giá trị doanh nghiệp, để thực hiện việc bán cổ phần hoặc bán đấu giá doanh nghiệp...; Với những phát hiện kịp thời trên, hy vọng rằng trong thời gian tới, khi tiến hành định giá doanh nghiệp để CPH DNNN sẽ có những sửa đổi để giá trị doanh nghiệp được phản ánh sát với giá trị thị trường của doanh nghiệp.

2.2.3.2.6. Hạn chế về pháp lý

Trong quá trình CPH DNNN, một số văn bản pháp lý liên quan hỗ trợ cho cổ phần hoá vẫn chưa được sửa đổi, nên đã hạn chế tiến trình cổ phần hoá, cụ thể:

- Luật phá sản: Luật phá sản doanh nghiệp ban hành đã được 10 năm, trên thực tế không có khả năng phá sản các DNNN, vì điều kiện phá sản phải có đơn của một trong ba chủ thể là: bản thân doanh nghiệp, người lao động trong doanh nghiệp bị nợ lương 3 tháng liên tiếp, chủ nợ không có đảm bảo. Nhưng trên thực tế cả ba đối tượng này đều không muốn nộp đơn ra toà để phá sản doanh nghiệp vì: Giám đốc DNNN không đại gì tự chứng minh sự yếu kém của mình để doanh nghiệp rơi vào tình trạng phá sản, vừa mang tiếng xấu vừa mất quyền lợi cá nhân, do vậy họ cứ khoanh nợ, cứ vay và chấp nhận thua lỗ kéo dài nợ chồng lên nợ. Người lao động trong các DNNN lâm vào tình trạng phá sản chỉ hưởng 75% lương cơ bản nhưng họ nghỉ việc đi làm ngoài, chờ hưu theo chế độ, không tội gì đệ đơn phá sản, nếu ở đâu đó người lao động có ý định nộp đơn phá sản thì giám đốc doanh nghiệp rất dễ đối phó bằng cách trả lương 1 tháng, nợ 2 tháng để không nợ 3 tháng lương liên tiếp.

- Về phía chủ nợ của các DNNN là các ngân hàng quốc doanh, cũng là các DNNN nên dễ dàng thông cảm với nhau, anh em một nhà, nên sẵn sàng khoanh nợ, vì nếu đệ đơn phá sản doanh nghiệp thì biết đâu lại lộ ra các khuyết điểm trong nghiệp vụ tín dụng, tự nhiên vách áo cho người xem lưng.

Như vậy không có người nộp đơn phá sản thì không có hồ sơ để toà giải quyết dẫn đến hàng trăm DNNN đã chết mà không chôn được. Những DNNN này là các món hàng sẽ được “ưu tiên” cổ phần hoá, như vậy đã đặt người mua vào tình trạng mua của nợ, mua hàng kém chất lượng.

- Trong các chính sách cụ thể có nhiều điểm chòng chéo; mâu thuẫn: Các DNNN được định giá để CPH mà Nhà nước giữ cổ phần chi phối thì vẫn là DNNN, nếu là thành viên tổng công ty hay tập đoàn thì vẫn là thành viên của tổng công ty và tập đoàn, những quy định này tạo ra quy trình ngược Nhà nước hoá công ty cổ phần.

Những quy định này không có cơ sở pháp lý vì công ty cổ phần hoạt động theo Luật Doanh nghiệp thì không thể là DNNN hoạt động theo Luật DNNN. DNNN do Nhà nước bổ nhiệm giám đốc, kế toán trưởng và các chức danh quản lý khác, còn công ty cổ phần thì Nhà nước không thể can thiệp hành chính vào hoạt động của công ty cổ phần, bổ nhiệm các chức danh quản lý thuộc thẩm quyền của Đại hội đồng cổ

đông, Hội đồng quản trị. Nhà nước có giữ cổ phần đến 51% thì vẫn chỉ là một cổ đông. Cổ đông thực hiện quyền lãnh đạo thông qua bỏ phiếu tại đại hội đồng cổ đông. Không thể nói các công ty cổ phần do các DNNN là thành viên của tổng công ty/tập đoàn mà Nhà nước giữ cổ phần chi phối vẫn là thành viên của tổng công ty/tập đoàn; Vẫn là thành viên theo nghĩa nào? có phải vẫn theo cơ chế điều tiết kiểu tô tức như hiện nay không? Có thể nói những quy định thiếu cơ sở pháp lý đó đã trở thành mối quan ngại cho những người muốn mua cổ phần ở những doanh nghiệp đó.

- Chưa có hướng dẫn quy chế tài chính, chính sách tiền lương... nên nhiều doanh nghiệp cổ phần hóa vẫn tiếp tục vận dụng các cơ chế, quy định của DNNN.

- Chưa phân định rõ và nhận thức đúng vai trò của người đại diện sở hữu cổ phần Nhà nước và người trực tiếp quản lý cổ phần nhà nước tại công ty cổ phần về thẩm quyền và trách nhiệm của họ.

2.2.3.2.7. Hạn chế trong môi trường kinh doanh sau định giá doanh nghiệp để cổ phần hoá

Theo quy định, công ty cổ phần được thành lập do cổ phần hoá DNNN được vay vốn như DNNN, nhưng trên thực tế thì chỉ công ty cổ phần có cổ phần Nhà nước chi phối mới được vay vốn bằng tín chấp như DNNN, còn các doanh nghiệp sau cổ phần khác đều phải thế chấp khi vay vốn ngân hàng, mặt khác việc xem xét các dự án vay vốn của các doanh nghiệp sau cổ phần hoá có tính chặt chẽ và ngặt nghèo hơn, nhiều thủ tục phiền hà hơn rất nhiều so với các dự án vay của các DNNN. Do vậy, các doanh nghiệp sau cổ phần hoá không có vốn để đầu tư mở rộng và phát triển sản xuất kinh doanh. Các chính sách phân biệt đối xử, thể hiện qua việc khi các DNNN được Nhà nước hỗ trợ, có nhiều phao cứu hộ, nhưng các doanh nghiệp dân doanh bị phân biệt đối xử nên đã tạo nên cản trở vô hình, sự phân biệt đối xử thể hiện trên các chính sách và trên thái độ ứng xử của công chức.

DNNN trước đây được Nhà nước giao đất để sản xuất, kinh doanh, nay doanh nghiệp sau CPH phải thuê đất, giá trị tiền thuê đất phải tính và giá thành sản phẩm, giá trị tiền thuê đất rất lớn đối với doanh nghiệp ở các thành phố lớn nên khó có thể cạnh tranh với các DNNN có điều kiện tương tự nhưng được Nhà nước giao đất. Nợ tồn đọng của các DNNN trong CPH chưa được xử lý dứt điểm, nhất là các khoản nợ khó đòi tồn đọng nhiều năm do cơ chế cũ để lại, khó có khả năng thu hồi, đây là gánh nặng cho doanh nghiệp sau CPH phải đòi nợ, trả cả gốc và lãi các khoản nợ này.

Đối với các công ty cổ phần Nhà nước giữ cổ phần chi phối, chức danh lãnh đạo chủ chốt của doanh nghiệp này như giám đốc doanh nghiệp vẫn được giữ nguyên, được coi là đại diện cho phần vốn của Nhà nước. Việc duy trì giám đốc DNNN tiếp tục làm giám đốc công ty cổ phần, với cách làm và nếp nghĩ cũ không phù hợp với địa vị pháp lý mới của doanh nghiệp và không phù hợp với cơ chế thị trường. Nhiều giám đốc đã điều hành công ty cổ phần không khác gì giám đốc doanh nghiệp Nhà nước trước đây, cơ quan chủ quản cấp trên vẫn tiếp tục can thiệp cụ thể vào công việc sản xuất kinh doanh của công ty cổ phần với một lý do đơn giản là công ty cổ phần Nhà nước giữ cổ phần chi phối vẫn được coi là DNNN.

2.2.3.2.8. Hạn chế về việc giám sát công tác định giá doanh nghiệp

Trong công tác chỉ đạo, sự chậm chạp trong chỉ đạo thực hiện của các bộ, địa phương và tổng công ty đối với công tác định giá doanh nghiệp để CPH do nhiều lý do. Tiêu biểu là các cơ quan chủ quản của Nhà nước đối với DNNN, nhất là các cơ quan ngành và sở chuyên môn ở địa phương.

Việc thực hiện định giá doanh nghiệp để CPH DNNN không có cơ chế giám sát về các bước chuẩn bị, giám sát về tiến độ, về chất lượng công tác định giá doanh nghiệp. Đây chính là nguyên nhân làm cho công tác định giá kém chất lượng, tiến độ chậm, không đạt kế hoạch do Chính phủ đề ra. Một số nơi sau định giá Nhà nước lúc đầu chiếm tỷ lệ chi phối với điều kiện giúp ổn định doanh nghiệp, tuy nhiên một số địa phương vẫn tiếp tục giữ cổ phiếu khống chế để duy trì DNNN như trước thì đây là CPH hình thức, CPH đối phó.

Để thấy rõ hơn những nhận xét, đánh giá về ưu điểm và nhược điểm nói trên, luận án tiếp tục thực hiện việc khảo sát thực tế công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình cải cách DNNN hiện nay ở Việt Nam.

2.2.4. Khảo sát thực trạng công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH DNNN ở Việt Nam

Đây là nội dung quan trọng để đánh giá về thực trạng công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH DNNN ở Việt Nam nhằm kiểm chứng tốt nhất những đánh giá, phân tích, nhận xét đã trình bày ở phần trên về những ưu điểm và hạn chế của công tác định giá doanh nghiệp hiện nay ở Việt Nam. Việc lựa chọn các doanh nghiệp để luận án thực hiện khảo sát mang tính ngẫu nhiên, chúng đại diện cho thực trạng phổ biến của công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH các DNNN áp

dụng trong giai đoạn từ 2001 đến 2006. Được thực hiện trong 3 giai đoạn khác nhau, cụ thể là:

- Giai đoạn trước năm 2002: Nghị định số 44/NĐ-CP ngày 29/06/1998 về chuyển DNNN thành Công ty cổ phần (thay thế Nghị định số 28) và Thông tư số 104/TT-BTC ngày 18/07/1998 hướng dẫn Nghị định số 44.

- Giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2004: Nghị định số 64/NĐ-CP ngày 19/06/2002 về chuyển DNNN thành công ty cổ phần (thay thế Nghị định số 44) và Thông tư số 79/TT-BTC ngày 12/09/2002 hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển DNNN thành công ty cổ phần theo Nghị định 64 và Thông tư số 76/TT-BTC ngày 09/09/2002 hướng dẫn các vấn đề xử lý tài chính khi chuyển DNNN thành công ty cổ phần theo Nghị định số 64.

- Giai đoạn từ năm 2005 đến nay: Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 về chuyển DNNN thành công ty cổ phần và Thông tư số 126/2004/TT-BTC ngày 24/12/2004 hướng dẫn thực hiện Nghị định 187.

2.2.4.1. Giai đoạn trước năm 2002

Đây là giai đoạn mà các DNNN được CPH theo Nghị định số 44/NĐ-CP ngày 29/06/1998 về chuyển DNNN thành công ty cổ phần (thay thế Nghị định số 28) và Thông tư số 104/TT-BTC ngày 18/07/1998 hướng dẫn Nghị định số 44. Tác giả khảo sát một số doanh nghiệp và được tổng hợp theo bảng sau:

2.2.4.1.1. Thực trạng và kết quả định giá

Tác giả đã tiến hành khảo sát và nghiên cứu hồ sơ định giá cho: Công ty xây lắp I (PCC 123) [15, HS] và Công ty Thương mại và Vận tải P [14, HS], kết quả này được tổng hợp tại Bảng 2.2:

Bảng 2.2: Thực trạng và kết quả định giá giai đoạn trước 2002

TT	Tên đơn vị và thời điểm định giá	Thực trạng & kết quả định giá (tỷ đồng)			Tổ chức định giá	P.pháp định giá
		Sổ sách	Xác định lại	Chênh lệch		
1	Công ty xây lắp I (PCC 123) (31/12/2001)	28,740	28,006	0,733	Hội đồng định giá	Tài sản
2	Công ty Thương mại và Vận tải P (31/12/1999)	6.554	6.859	0,305	Hội đồng định giá	Tài sản

Chi tiết về kết quả định giá theo phương pháp Tài sản cho Công ty xây lắp I (PCC 123) tại Phụ lục 1.

2.2.4.1.2. Đánh giá chung về công tác định giá trong tiến trình CPH DNNN trong giai đoạn trước năm 2002

- Thứ nhất: Đa số các doanh nghiệp được định giá đều áp dụng phương pháp định giá Tài sản vì đơn giản, dễ áp dụng. Hoạt động định giá không bị cản trở bởi tính phức tạp và trừu tượng của phương pháp hướng dẫn. Thời gian thực hiện công tác định giá doanh nghiệp nhanh, tiết kiệm chi phí định giá doanh nghiệp.

- Thứ hai: Nội dung chủ yếu của hoạt động định giá doanh nghiệp được tập trung ở việc xác định giá trị TSHH. Những sự chênh lệch lớn về kết quả đánh giá cũng được thể hiện sau khi được thị trường kiểm chứng tại Bảng 2.3:

Bảng 2.3: So sánh giá cổ phiếu doanh nghiệp giai đoạn trước năm 2002

Tên doanh nghiệp	Mệnh giá cổ phiếu tại thời điểm phát hành (đồng)	Giá trị thị trường cho 1 cổ phiếu tại 31/12/2006 (đồng)	Loại thị trường
PCC123	10.000	43.000	Tham khảo OTC
Công ty Thương mại và Vận tải P	10.000	65.000	HASTC

[61, web]

- Thứ ba: Việc định giá doanh nghiệp thường do hội đồng thẩm định lập nên bao gồm đại diện của cơ quan chức năng, của cơ quan chủ quản và doanh nghiệp thực hiện. Như vậy trong hội đồng này không có các chuyên gia tư vấn, định giá cần thiết. Chính điều này dẫn đến sự thiếu chuyên môn và chuyên nghiệp, kiêm nhiệm của hội đồng thẩm định do vậy việc định giá mất đi tính khách quan, minh bạch, tin cậy.

- Thứ tư: Hội đồng thường không xác định giá trị TSCĐ vô hình của doanh nghiệp hoặc nếu có thì cách hiểu và vận dụng không đúng khi lượng hóa TSVH Nguyên nhân chính là ở sự hạn chế hiểu biết về bản chất và phương pháp lượng hóa giá trị của loại tài sản này cũng như chưa có hướng dẫn qui định cho việc áp dụng.

- Thứ năm: Giá trị doanh nghiệp xác định được, nói chung là thấp và thiếu chính xác, do nhiều nguyên nhân. Một trong những nguyên nhân cơ bản là thuộc về sự hạn chế trong qui định của Nhà nước như: (1) Giá trị TSVH thường bị bỏ qua hoặc ít được chú trọng, những doanh nghiệp có lợi thế thực sự lớn đã bị bỏ qua; (2) Sự đơn giản hóa phương pháp tính lợi thế kinh doanh là không phù hợp; (3) Phương pháp qui định chịu sự chi phối rất lớn của yếu tố chủ quan.

-Thứ sáu: Mặc dù hạn chế về tính minh bạch trong báo cáo tài chính và không thực hiện xử lý tài chính nhưng kết quả định giá vẫn được phê duyệt trên sự đồng thuận, chủ quan và không tính đến các yếu tố thị trường của hội đồng định giá doanh nghiệp. Do vậy các nhà đầu tư không có được cái nhìn tổng quát về doanh nghiệp, không dự đoán được khả năng phát triển trong tương lai.

Để khắc phục một số hạn chế nêu trên Nhà nước cần điều chỉnh và đưa ra những quy định, phương pháp mới phù hợp hơn, hợp lý hơn tạo cơ sở, hành lang pháp lý cho công tác định giá doanh nghiệp trong quá trình CPH DNNN. Với mục tiêu đó, năm 2002, chính phủ ban hành Nghị định 64/2004/NĐ-CP, các doanh nghiệp trong giai đoạn sau đã thực hiện theo Nghị định mới này. Tác giả tiếp tục tìm hiểu, đánh giá công tác định giá trong giai đoạn tiếp theo dưới đây.

2.2.4.2. Giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2004

Các doanh nghiệp Nhà nước tiến hành định giá để cổ phần hóa trong giai đoạn này được tiến hành theo Nghị định số 64/NĐ-CP ngày 19/06/2002 về chuyển DNNN thành Công ty cổ phần (thay thế Nghị định số 44) và Thông tư số 79/TT-BTC ngày 12/09/2002 hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển DNNN thành Công ty cổ phần theo Nghị định 64 và Thông tư số 76/TT-BTC ngày 09/09/2002 hướng dẫn các vấn đề xử lý tài chính khi chuyển DNNN thành Công ty cổ phần theo Nghị định số 64.

2.2.4.1.1. Thực trạng và kết quả định giá

Tác giả đã tiến hành khảo sát và nghiên cứu hồ sơ định giá cho: Công ty Tái Bảo hiểm 123 (TBH_123) [51, HS]; Công ty Gas PPP (PPPGas) [12, HS] và Công ty cổ phần Hóa dầu PPP (PPPLC) [13, HS], kết quả này được tổng hợp tại Bảng 2.4:

Bảng 2.4: Thực trạng và kết quả định giá giai đoạn 2002-2004

TT	Tên đơn vị và thời điểm định giá	Thực trạng & kết quả định giá (tỷ đồng)			Tổ chức định giá	P.pháp định giá
		Sổ sách	Xác định lại	Chênh lệch		
1	Công ty Tái Bảo hiểm 123 (31/12/2003) - Tài sản (Phụ lục 2) - DCF	463,5	469,4	5,9	PT Finance	Tài sản DCF
		463.5	483.0	19,5		
2	C.ty Gas PPP (31/3/2004) (Phụ lục 3)	423,4	423	0,5	Hội đồng định giá	Tài sản
3	C.ty cổ phần Hóa dầu PPPP (30/6/2003)	474,0	473,4	0,6	VCBS	Tài sản

2.2.4.2.4. Đánh giá chung về công tác định giá doanh nghiệp trong giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2004

Từ thực trạng định giá trong tiến trình CPH các doanh nghiệp Nhà nước trong giai đoạn này có thể đưa ra một số nhận xét như sau:

Ưu điểm: So với giai đoạn trước, rõ ràng các doanh nghiệp tiến hành định giá để cổ phần hóa trong giai đoạn này đã có những tiến bộ, cố gắng khắc phục những bất cập tồn tại trong giai đoạn trước, những điểm mới này, có thể kể đến:

- Các doanh nghiệp đã có ý thức xây dựng quy trình định giá để cổ phần hóa một cách cụ thể, rõ ràng và khá đầy đủ.

- Một số doanh nghiệp đã cố gắng áp dụng phương pháp DCF, đánh giá những yếu tố lợi thế nhằm giảm thiểu khoảng cách với giá thị trường.

- Một số doanh nghiệp đã sử dụng tổ chức tư vấn độc lập để tăng cường tính chuyên nghiệp và khách quan trong công tác định giá doanh nghiệp

Hạn chế: Trong quá trình thực hiện vẫn còn xảy ra nhiều bất cập, thiếu sót do những nguyên nhân chủ quan từ doanh nghiệp và một phần do các nguyên nhân khách quan bên ngoài doanh nghiệp.

- *Thứ nhất:* Trong quá trình định giá, một số tài sản có giá trị rất lớn của doanh nghiệp bị bỏ qua như các lợi thế kinh doanh (ví dụ như thương hiệu và hệ thống mạng lưới phân phối trong Petrolimex). Thiếu sót này đã làm cho giá trị tài sản của doanh nghiệp bị giảm xuống rất nhiều. Đây cũng là vấn đề mà các doanh nghiệp tiến hành định giá để CPH trong giai đoạn này gặp phải. Hầu hết các doanh nghiệp đều định giá thấp hơn nhiều so với giá trị thực tế trên thị trường.

- *Thứ hai:* Khi áp dụng phương pháp DCF không phân tích ảnh hưởng của các nhân tố bên ngoài, nội tại đến quá trình định giá doanh nghiệp và không đánh giá sự phát triển doanh nghiệp trong tương lai. Thiếu đi yếu tố này, các số liệu về kết quả định giá sẽ không sát với thực tế đang xảy ra.

- *Thứ ba:* Công tác định giá thường được thực hiện giữa một hội đồng thẩm định giá do doanh nghiệp lập ra với các cơ quan chức năng, làm cho quá trình định giá cũng như kết quả định giá mất đi tính tin cậy và khách quan.

- *Thứ tư:* Quá trình định giá doanh nghiệp thiếu đi một số thủ tục hết sức quan trọng, như không thực hiện các thủ tục đánh giá tình hình hoạt động trước khi định giá và chưa chú trọng xử lý các vấn đề tài chính trước khi định giá doanh nghiệp

- *Thứ năm:* Không chú trọng đến việc mời tổ chức tư vấn định giá hoặc mời tổ chức tư vấn định giá ít có uy tín, mặc dù công tác định giá có vẻ được xây dựng khá đầy đủ song không hề có quy trình đấu thầu, tuyển chọn các tổ chức tư vấn có năng lực chuyên môn sâu. Do vậy sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả định giá doanh nghiệp.

- *Thứ sáu:* Có nhiều hạn chế về tính minh bạch trong báo cáo tài chính và kết quả định giá được phê duyệt trên sự đồng thuận và chủ quan của hội đồng định giá doanh nghiệp.

Bảng 2.5: So sánh giá cổ phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2002 - 2004

Tên doanh nghiệp	Mệnh giá cổ phiếu tại thời điểm phát hành (đồng)	Giá trị thị trường cho 1 cổ phiếu tại 31/12/2006 (đồng)	Loại thị trường
TBH_123	10.000	136.000	Tham khảo OTC
PPPGas	10.000	242.000	HASTC
PPPLC	10.000	221.000	HASTC

[61, web]

2.2.4.3. Giai đoạn từ năm 2005 đến nay

Các doanh nghiệp tiến hành định giá để thực hiện Cổ phần hóa theo: Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 về chuyển Công ty Nhà nước thành Công ty cổ phần và Thông tư số 126/2004/TT-BTC ngày 24/12/TT-BTC ngày 24/12/2004. Việc khảo sát công tác định giá doanh nghiệp qua một số doanh nghiệp điển hình sau:

2.2.4.3.1. Doanh nghiệp độc lập

a. Thực trạng và kết quả công tác định giá

Tác giả đã tiến hành khảo sát và nghiên cứu hồ sơ định giá cho: Công ty Bia QN [11, HS], Công ty Xi măng KK [20, HS], Công ty Xây dựng HH [18, HS], Công ty Thiết bị Điện AAA [16, HS], Công ty Xi măng BS [19, HS], Công ty Bia BBB [10, HS], Công ty Vận tải Xăng dầu XYZ [17, HS], kết quả này được tổng hợp tại Bảng 2.6.

b. Đánh giá về công tác định giá doanh nghiệp

Công tác định giá để tiến hành CHP DNNN có những ưu điểm khá lớn so với giai đoạn trước như:

- Công tác định giá doanh nghiệp có sự tham gia nhiều hơn của các tổ chức có chức năng định giá điều này đã làm cho kết quả định giá có tính khách quan hơn.

- Các doanh nghiệp đã bắt đầu chú ý đến tính minh bạch của BCTC, một số doanh nghiệp lớn đã tiến hành kiểm toán, công bố các báo cáo tài chính của các năm trước lúc định giá.

- Phương án cổ phần hóa, định giá được các công ty chú trọng xây dựng một cách khá đầy đủ, hợp lý....

Bảng 2.6: Thực trạng và kết quả định giá giai đoạn từ 2005

TT	Tên đơn vị và thời điểm định giá	Thực trạng & kết quả định giá (tỷ đồng)			Tổ chức định giá	P.pháp định giá
		Sổ sách	Xác định lại	Chênh lệch		
1	C.ty Bia QN (30/6/2006) (Phụ lục 4)	80,9	86,4	5,5	Vietvalue	Tài sản
2	Công ty Xi măng KK (31/3/2005) (Phụ lục 5)	46,8	51,0	4,2	VAE	Tài sản
3	Công ty Xây dựng HH (30/06/2005) (Phụ lục 6)	244,4	252,7	8,3	VACO	Tài sản
4	Công ty Thiết bị Điện AAA (1/1/2005) (Phụ lục 7)	379,5	501,0	121,5	TTTĐG BTC	Tài sản
5	Công ty Xi măng BS (1/1/2005) (Phụ lục 8)	1.297,6	1.614,7	317,1	VACO	Tài sản
6	Công ty Bia BBB (1/1/2005) (Phụ lục 9)	63,8	67,2	3,4	VACO	Tài sản
7	Công ty Vận tải Xăng dầu XYZ (1/1/2005) (Phụ lục 10)	531,2	557,5	26,3	VACO	Tài sản

Tuy nhiên vẫn còn một số hạn chế liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp như:

+ Hạn chế về lựa chọn phương pháp định giá doanh nghiệp. Các doanh nghiệp đa số là áp dụng phương pháp tài sản, phương pháp này có ưu điểm là cho ra được các số lượng có tính định tính cao, nhưng đối với các doanh nghiệp là một thực thể luôn vận động thì phương pháp này sẽ không đánh giá hết tiềm năng cũng như giá trị thực của doanh nghiệp.

+ Không xem xét thông tin liên quan đến các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp như: môi trường kinh doanh của doanh nghiệp, nhân tố tiền tệ và lạm phát.. và chưa

đánh giá các nhân tố nội tại ảnh hưởng đến công tác định giá như: chưa đánh giá đầy đủ về hiện trạng về tài sản trong doanh nghiệp, môi trường kinh doanh đặc thù, uy tín kinh doanh, trình độ kỹ thuật và tay nghề người lao động

+ Các thông tin liên quan đến hạn chế trong báo cáo kiểm toán về tính minh bạch của BCTC không được xem xét khi định giá nên kết quả thiếu tính tin cậy.

+ Một số vấn đề về xử lý tài chính vẫn chưa được chú trọng như tài sản ứ đọng không sử dụng tới và đang chờ thanh lý, không tính vào giá trị doanh nghiệp (như Công ty Xi Măng BS khoảng 42 tỷ). Do đó nó sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tổng tài sản, nguồn vốn của doanh nghiệp và tổ chức định giá cũng không đưa ra ý kiến đối với các khoản mục còn tồn đọng trong xử lý tài chính.

+ Một số khoản giá trị lợi thế đã được xem xét đưa vào giá trị doanh nghiệp, nhưng mang tính chủ quan vì không đưa ra cơ sở và phương pháp để xác định giá trị lợi thế của doanh nghiệp, làm cho các nhà đầu tư thiếu đi thông tin đầy đủ về tình hình phát triển, sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

2.2.4.3.2. Tổng Công ty

a. Thực trạng và kết quả công tác định giá

Tác giả đã tiến hành khảo sát và nghiên cứu hồ sơ định giá cho: Tổng Công ty Điện tử và Tin học XYZ [50, HS] và Tổng Công ty Bảo hiểm ABC (BH_ABC) [49, HS], kết quả này được tổng hợp tại Bảng 2.7:

**Bảng 2.7: Thực trạng và kết quả định giá Tổng công ty
giai đoạn từ 2005**

TT	Tên đơn vị và thời điểm định giá	Thực trạng & kết quả định giá (tỷ đồng)			Tổ chức định giá	P.pháp định giá
		Sổ sách	Xác định lại	Chênh lệch		
1	Tổng Công ty Điện tử và Tin học XYZ (1/1/2005) (Phụ lục 11)	482,7	521,1	38,4	IFC	Tài sản
2	BH_ABC (31/12/2005)				VACO	
	PP. Tài sản - (Phụ lục 12)	13.573,2	14.424,8	851,6		Tài sản
	PP. DCF	13.573,2	15.418,7	1.845,5		DCF

b. Đánh giá về công tác định giá

- ***Tổng Công ty Điện tử và Tin học XYZ***

Phương pháp được sử dụng để định giá doanh nghiệp là phương pháp tài sản, nhưng với đặc thù hoạt động trong lĩnh vực công nghệ thông tin, hàm lượng chất xám cao, kết quả định giá chịu nhiều tác động của các nhân tố tài sản vô hình. Vì thế, việc lựa chọn phương pháp Tài sản và không sử dụng phương pháp CDF để định giá doanh nghiệp là chưa phù hợp.

Việc định giá doanh nghiệp chưa được xem xét đến các yếu tố như:

- Chưa đánh giá các thông tin liên quan đến các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp. Đặc biệt với ngành điện tử công nghệ thông tin với sự phát triển chịu nhiều ảnh hưởng của quá trình phát triển khoa học công nghệ của Việt Nam nói riêng, thế giới nói chung. Đồng thời, đây là một ngành hoạt động chất xám và sẽ tạo ra giá trị gia tăng rất lớn. Nhưng tiếc rằng các nhân tố bên ngoài có ảnh hưởng lợi thế và bất lợi cho Tổng Công ty đã không được đánh giá một cách đầy đủ sự ảnh hưởng của các nhân tố này đến giá trị doanh nghiệp.

- Chưa đánh giá các nhân tố nội tại ảnh hưởng đến công tác định giá như Hiện trạng về tài sản trong doanh nghiệp, Uy tín kinh doanh, Trình độ kỹ thuật và tay nghề người lao động.

Do vậy kết quả định giá doanh nghiệp cho Tổng công ty là không khách quan, giá trị doanh nghiệp thấp hơn tương đối nhiều so với thực tế.

• **Tổng Công ty Bảo hiểm ABC:**

- Áp dụng cả hai phương pháp định giá là Phương pháp Tài sản và Phương pháp DCF. BH_ABC với cơ chế mức phí định giá đặc thù được Bộ Tài chính cho phép đã thuê tổ chức định giá doanh nghiệp tương đối có uy tín và chất lượng.

Kết quả định giá BH_ABC theo phương pháp Tài sản được trình bày tóm tắt tại bảng 2.7 và chi tiết tại Phụ lục 11.

Trong phần này, tác giả luận án chủ yếu đi sâu vào đánh giá công tác định giá với việc áp dụng Phương pháp DCF tại BH_ABC

+ Tổ chức tư vấn đã lập các phương án về khả năng tăng trưởng căn cứ theo kế hoạch kinh doanh đến năm 2010 của BH_ABC như sau: (1) BH_ABC hoàn thành kế hoạch đặt ra; (2) Chỉ hoàn thành 90% kế hoạch; (3) Hoàn thành vượt 10% so với chỉ tiêu kế hoạch.

+ Các phương án về tỷ lệ chiết khấu áp dụng:

- Phương án 1: $K = R_f + R_p$, trong trường hợp R_p lớn hơn R_f thì $K = 2 * R_f$.

- Phương án 2: $K = R_f + R_p$, trong cả trường hợp R_p lớn hơn R_f
- Phương án 3: $K = 15\%$

Bảng 2.8: Bảng tổng hợp kết quả định giá BH_ABC theo từng tình huống tại thời điểm 31/12/2005

Đơn vị: Tỷ đồng

Khả năng tăng trưởng	Hệ số chiết khấu						
	Phương án	Phương án 3		Phương án 2		Phương án 1	
		Giá trị Vốn Nhà nước	Giá trị Doanh nghiệp	Giá trị Vốn Nhà nước	Giá trị Doanh nghiệp	Giá trị Vốn Nhà nước	Giá trị Doanh nghiệp
90% kế hoạch	3.173,8	15.069,4	3.198,1	15.093,7	3.205,1	15.100,7	
100% kế hoạch	3.487,6	15.383,2	3.515,4	15.411,0	3.523,2	15.418,7	
110% kế hoạch	3.803,6	15.699,1	3.834,9	15.730,5	3.843,4	15.739,0	

Kết quả xác định giá trị BH_ABC tại thời điểm 31/12/2005 theo DCF

Theo phương án cơ sở (hoàn thành 100% kế hoạch), giá trị phần vốn Nhà nước tại BH_ABC được xác định là **3.523,2 tỷ đồng** và giá trị doanh nghiệp là **15.418,7 tỷ đồng**. Nếu coi đây là giá tham khảo cho giá trị thị trường của BH_ABC khi cổ phần hóa, thì giá trị thị trường lớn gấp 2,1 lần giá trị trên sổ sách (chỉ số P/B = 2,1); chỉ số P/E (giá trị thị trường/tổng lợi nhuận) tính được bằng 12,2.

Bảng 2.9: Kết quả định giá doanh nghiệp BH_ABC theo phương pháp DCF

Đơn vị: tỷ đồng

Tên công ty	Giá thị trường	Vốn CSH (31/12/2005)	Lợi nhuận ròng (31/12/2005)	P/B	P/E
BH_ABC	3.523,2	1.677,7	288,4	2,10	12,22

BH_ABC là doanh nghiệp nhà nước được thành lập theo quyết định số 179-CP ngày 17/12/1964 của Thủ tướng Chính phủ và được tái cơ cấu theo quyết định số 145TC/QĐ/TCCB ngày 1/3/1996 của Bộ trưởng Bộ Tài chính. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính của Tổng Công ty là kinh doanh bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ; Tái bảo hiểm; Đầu tư tài chính và một số dịch vụ tài chính khác.

Đối với một doanh nghiệp Nhà nước có quy mô lớn như BH_ABC, việc định giá đã tiến hành xem xét và đánh giá các thông tin bên ngoài doanh nghiệp, các thông tin về nội tại của BH_ABC, cụ thể như sau:

+ Thu thập thông tin liên quan đến các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp

Đối với BH_ABC, các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp là các chính sách phát triển liên quan đến hoạt động bảo hiểm, hành lang pháp lý, tình hình đời sống xã hội của người dân, sự phát triển và hoạt động của công ty bảo hiểm trong và ngoài nước. Trong đó quan trọng nhất đối với các công ty bảo hiểm chính là môi trường pháp lý, hệ thống pháp luật bởi vì nó quy định sự hoạt động của loại hình các công ty này.

Hoạt động chủ yếu của BH_ABC chủ yếu là bảo hiểm, vì thế các nhân tố trên sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh. Việc tìm hiểu, đánh giá những thuận lợi và khó khăn là một việc hết sức quan trọng, nó cho ta cái nhìn tổng quan về tình hình hoạt động, phát triển của doanh nghiệp này trong bối cảnh chung của nền kinh tế.

Điều này phần nào làm cho các nhà đầu tư tăng thêm sự tin tưởng đối với công tác định giá, bởi vì họ đã được cung cấp tương đối đầy đủ các thông tin cần thiết.

+ Đánh giá môi trường kinh doanh của doanh nghiệp

Hiện nay, BH_ABC hoạt động trên nhiều lĩnh vực như bảo hiểm, chứng khoán, đầu tư quỹ v...v, nhưng bảo hiểm vẫn luôn là thế mạnh và là hướng kinh doanh chính của BH_ABC với 2 công ty con là BH_ABC Việt Nam và BH_ABC Nhân thọ.

Với tình hình phát triển của nền kinh tế thế giới nói chung, kinh tế Việt Nam nói riêng, môi trường kinh doanh của BH_ABC đang hết sức thuận lợi, nhưng đi kèm nó là những thách thức không nhỏ, cụ thể là:

- Giai đoạn 2002-2005 là thời kỳ thị trường bảo hiểm Việt Nam phát triển mạnh mẽ. BH_ABC với ưu thế về vốn, nhân lực và uy tín đã chiếm được một thị phần lớn, tốc độ tăng trưởng bình quân doanh thu phí bảo hiểm gốc đạt 20,3%. Tuy nhiên trong thời gian tới, với xu hướng tăng trưởng chậm lại của thị trường bảo hiểm và sức ép cạnh tranh khi Việt Nam gia nhập WTO, tốc độ tăng trưởng bình quân doanh thu phí của BH_ABC giảm còn 10,2%/năm.

- Tốc độ tăng trưởng bình quân doanh thu nhận tái bảo hiểm có xu hướng giảm mạnh trong giai đoạn tới từ 38,8%/năm còn 14,9%/năm. Nguyên nhân là khi gia nhập WTO, các doanh nghiệp tái bảo hiểm và môi giới bảo hiểm sẽ xuất hiện nhiều ở Việt Nam nên tỷ lệ nhận tái của BH_ABC Việt Nam sẽ giảm xuống.

Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh 2002-2005, trong thời gian tới, thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam có xu hướng ổn định với tốc độ tăng trưởng doanh thu

phí đạt 18%-19%/năm. Thị trường bảo hiểm sẽ cạnh tranh hơn với sự góp mặt của các công ty bảo hiểm nước ngoài khi Việt Nam gia nhập WTO.

Những đánh giá trên cho thấy những khó khăn và thuận lợi mà môi trường kinh doanh của BH_ABC hiện nay có thể đem lại, từ đó giúp cho nhà đầu tư và tổ chức tư vấn định giá đưa ra những đánh giá về dòng tiền và giá trị của doanh nghiệp.

+ *Đánh giá tình hình hoạt động của DN trước khi cổ phần hóa đối với dịch vụ Bảo hiểm (Bảo hiểm nhân thọ và Bảo hiểm phi nhân thọ)*

BH_ABC Việt Nam

Trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ, BH_ABC Việt Nam hiện đang dẫn đầu thị trường với thị phần khoảng 38,6%. Dưới đây thể hiện các chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận của công ty trong 4 năm trước khi cổ phần hoá.

**Bảng 2.10: Các chỉ tiêu về doanh thu và lợi nhuận 4 năm trước CPH
BH_ABC Việt Nam**

Đơn vị tính: triệu đồng

	Nội dung	2002	2003	2004	2005
1	Doanh thu phí bảo hiểm gốc	1.222.125	1.626.996	1.929.394	2.106.405
2	Doanh thu nhận tái bảo hiểm	38.540	55.151	72.736	102.800
	<i>Cộng Doanh thu từ bảo hiểm</i>	<i>1.260.665</i>	<i>1.682.147</i>	<i>2.002.130</i>	<i>2.209.205</i>
3	<i>Giảm trừ tái bảo hiểm</i>	<i>(346.704)</i>	<i>(404.939)</i>	<i>(439.728)</i>	<i>(532.330)</i>
4	Tăng/giảm dự phòng phí	(32.364)	(144.226)	(104.888)	(215.768)
5	Doanh thu thuần hoạt động KDBH	957.038	1.201.248	1.533.176	1.552.082
6	Chi bồi thường gốc, trả tiền bảo hiểm	(622.386)	(727.673)	(892.025)	(952.444)
7	Bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	(461.730)	(589.247)	(773.964)	(810.047)
8	Trích dự phòng dao động lớn	(100.814)	(110.751)	(179.444)	(83.443)
9	Tổng chi trực tiếp hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(663.049)	(838.903)	(1.104.653)	(1.036.794)
10	Lợi nhuận gộp hoạt động KDBH	293.989	362.345	428.523	515.288
11	Chi phí quản lý kinh doanh	(202.687)	(264.114)	(356.606)	(420.010)
12	Lợi nhuận thuần hoạt động KDBH	91.302	98.231	71.917	95.278
13	<i>Lợi nhuận hoạt động tài chính</i>	<i>78.517</i>	<i>81.422</i>	<i>116.157</i>	<i>106.996</i>
14	Tổng lợi nhuận trước thuế	171.792	183.957	194.195	204.006
15	Lợi nhuận sau thuế	126.968	137.095	142.944	148.128

BH_ABC Nhân thọ

BH_ABC Nhân thọ là doanh nghiệp đầu tiên hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ ở Việt Nam và hiện đứng thứ 2 về thị phần thị trường bảo hiểm nhân thọ.

**Bảng 2.11: Các chỉ tiêu về doanh thu và lợi nhuận 4 năm trước CPH
BH_ABC Nhân thọ**

Đơn vị: Triệu đồng

TT	Nội dung	2002	2003	2004	2005
I	Thu	2.457.299	3.105.041	3.764.500	3.870.954
1	Doanh thu phí bảo hiểm gốc	2.165.284	2.675.367	3.046.953	3.076.979
	<i>Khai thác mới</i>	n/a	268.258	431.005	369.898
	<i>Doanh thu cũ</i>	n/a	2.407.109	2.615.948	2.707.081
2	Doanh thu hoạt động tài chính	295.439	433.858	720.751	806.406
II	Chi	(710.259)	(1.238.392)	(1.605.425)	(2.251.595)
1	Chi bồi thường bảo hiểm gốc, trả tiền bảo hiểm	(275.446)	(746.858)	(1.086.075)	(1.658.851)
	<i>Chi trả đáo hạn</i>	-	-	(578.000)	(1.110.286)
	<i>Chi giá trị giải ước và bồi thường</i>	(275.446)	(746.858)	(508.075)	(548.565)
2	Chi khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(255.420)	(259.405)	(277.317)	(249.024)
3	Chi phí bán hàng	-	-	(13.710)	(6.684)
4	Chi phí quản lý kinh doanh	(174.838)	(220.869)	(213.247)	(293.667)
5	Chi phí hoạt động tài chính	(4.555)	(11.260)	(15.076)	(43.369)
III	Dự phòng phí	(1.767.890)	(1.860.513)	(2.121.764)	(1.465.182)
IV	Lợi nhuận trước thuế	(20.850)	6.136	18.731	133.813
V	Lợi nhuận sau thuế	(20.850)	4.374	31.798	115.599

Sau hơn 10 năm hoạt động, BH_ABC Nhân thọ hiện nay đang nắm giữ 38% thị phần doanh thu bảo hiểm nhân thọ ở Việt Nam. Lợi nhuận sau thuế tăng từ 4.374 triệu đồng năm 2003 lên 115.599 triệu đồng năm 2005.

Về doanh thu từ hoạt động tài chính, tăng trưởng bình quân của giai đoạn 2002-2005 đạt tỷ lệ 41,6%. Nguyên nhân là do đến năm 2004, BH_ABC Nhân thọ mới tách ra hạch toán độc lập, chi tiết và đầy đủ các khoản mục doanh thu tài chính. Trước đó, BH_ABC Việt Nam & Nhân thọ ghi nhận doanh thu tài chính theo mức phân bổ của Tổng Công ty vào thời điểm cuối năm. Theo số liệu ghi nhận, tốc độ tăng trưởng doanh thu tài chính năm 2003 so với năm 2002 là 46,9%; năm 2004 so với năm 2003 là 66,1%. Năm 2005, tốc độ tăng trưởng doanh thu từ hoạt động tài chính thực tế là 11,9%.

Giai đoạn 2002-2005 chứng kiến sự không ổn định của thị trường bảo hiểm nhân thọ. Tuy nhiên, sau khi Việt Nam gia nhập WTO, thị trường bảo hiểm sẽ dần ổn định với sự tham gia của các doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài. Sự cạnh tranh đòi hỏi BH_ABC Nhân thọ phải thiết kế và hoàn thiện các dịch vụ mới, nhờ vậy tốc độ

tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc được cải thiện. Theo kế hoạch SXKD 2006-2010, doanh thu phí bảo hiểm sẽ tăng ổn định tương đương mức tăng của thị trường.

+ *Đánh giá các yếu tố nội tại ảnh hưởng đến công tác định giá*

- Hiện trạng về tài sản trong doanh nghiệp:

- Đối với nhà cửa, vật kiến trúc và giá trị quyền sử dụng đất không tách rời giá trị ghi sổ của quyền sử dụng đất mà ghi gộp vào giá trị nhà cửa, vật kiến trúc

- Một số hạng mục nhà cửa vật kiến trúc được ghi nhận giá trị trên sổ sách kế toán nhưng thực tế các hạng mục này đã tháo dỡ, xây mới hoặc chuyển quyền sử dụng cho đơn vị khác hoặc một số hạng mục chỉ là chi phí sửa chữa lớn TSCĐ hay chi phí mua đất. Các hạng mục này được ghi nhận tách biệt với hạng mục nhà cửa vật kiến trúc được sửa chữa

Vì thế lúc định giá các tài sản, yêu cầu cần thiết là xác định rõ các tài sản thuộc quyền sở hữu của doanh nghiệp, giá trị của tài sản cần được đánh giá lại một cách hợp lý và chính xác.

- Uy tín kinh doanh:

Với hoạt động chính là Bảo hiểm, uy tín trong thị trường Việt Nam là rất lớn, hai công ty con chủ yếu của BH_ABC là: BH_ABC Việt Nam và BH_ABC nhân thọ.

Trong đó BH_ABC Nhân thọ là doanh nghiệp đầu tiên hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ ở Việt Nam, đến nay công ty đứng thứ 2 về thị phần trên thị trường bảo hiểm nhân thọ. BH_ABC Nhân thọ hiện nay đang nắm giữ 38% thị phần doanh thu bảo hiểm nhân thọ ở Việt Nam. Trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ, BH_ABC Việt Nam hiện đang dẫn đầu thị trường với thị phần khoảng 38,6%.

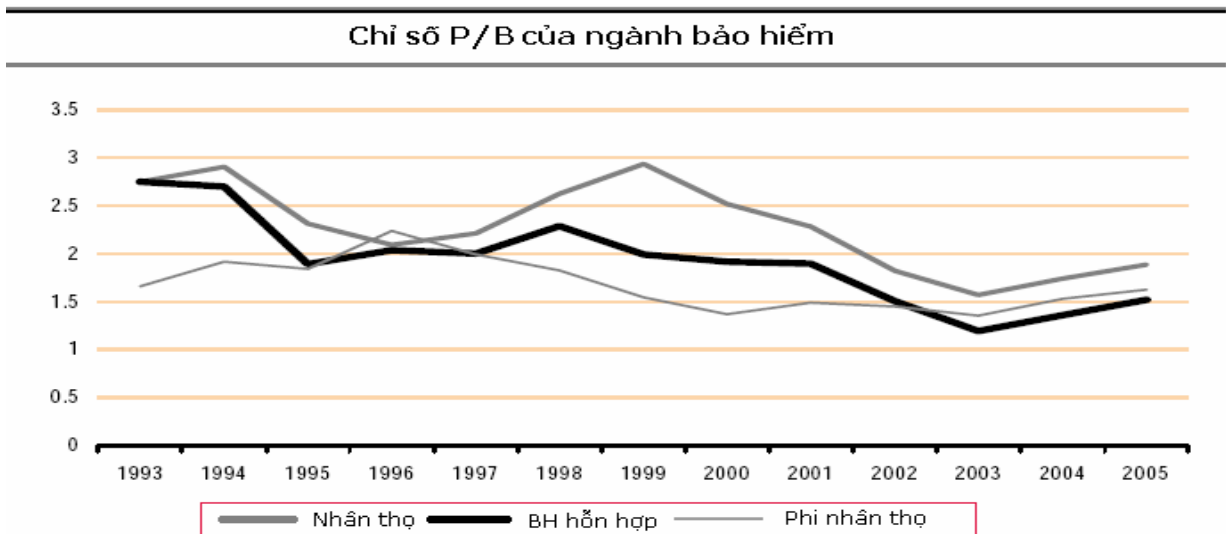
Điều này cho thấy: với lợi thế về vốn, nhân lực đã tạo được một thương hiệu mạnh, vững chắc trên con đường phát triển của mình. Chính điều này đã nâng cao giá trị doanh nghiệp, tạo sự tin tưởng của nhà đầu tư. Trong quá trình định giá doanh nghiệp, xác định lợi thế kinh doanh là một việc không thể thiếu.

- Trình độ kỹ thuật và tay nghề người lao động:

Sau 10 năm phát triển, BH_ABC xây dựng được một đội ngũ công nhân viên có trình độ kiến thức, chuyên môn cao. Với số nhân viên lên đến nghìn người, trong đó chủ yếu có trình độ đại học và sau đại học, nhân lực thực sự có thể đáp ứng được nhu cầu phát triển mạnh mẽ của mình, tạo nên lợi thế rất lớn trong quá trình cạnh tranh với các doanh nghiệp khác trong nền kinh tế.

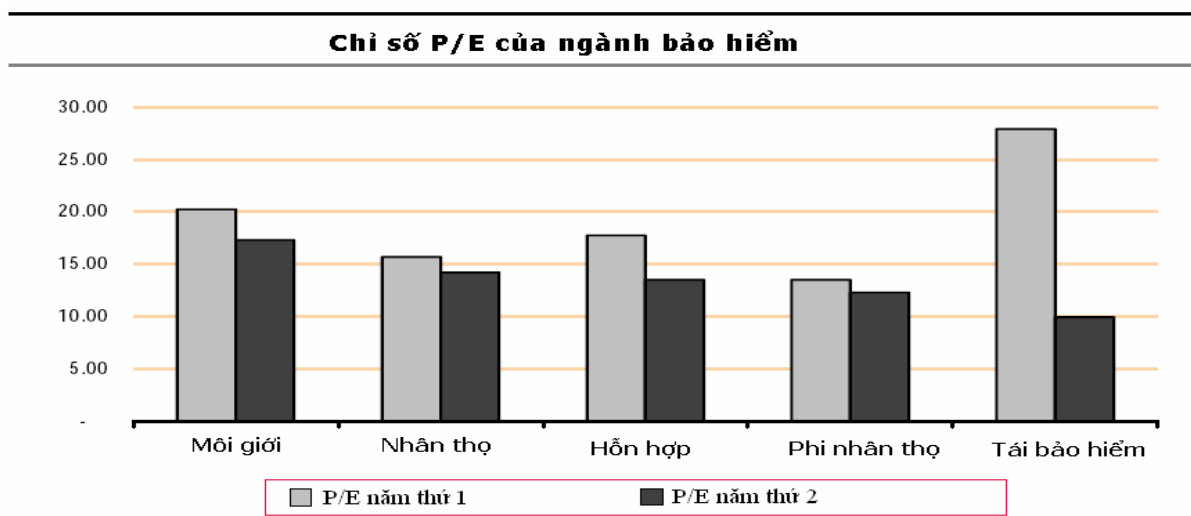
- Khả năng phát triển của BH_ABC:

Qua những nghiên cứu về thị trường Bảo hiểm thế giới và trong khu vực, chỉ số P/B của các công ty trong lĩnh vực Bảo hiểm những năm gần đây ở vào khoảng từ **1,5 - 2 lần**; chỉ số P/E của Bảo hiểm hỗn hợp vào khoảng **12 - 18 lần**. Như vậy, các chỉ số PB và PE của BH_ABC được xác định không nằm ngoài xu hướng này. (Biểu đồ 2.1 và Biểu đồ 2.2)



Theo dự báo của Credit Suisse nhật báo ASIAN, tháng 3/2006

Biểu đồ 2.1: Chỉ số P/B của ngành bảo hiểm toàn cầu



Theo dự báo của Credit Suisse - Nhật báo ASIAN, 3/2006

Biểu đồ 2.2: Chỉ số P/E của ngành bảo hiểm toàn cầu

2.2.4.3.4. Đánh giá chung công tác định giá doanh nghiệp trong giai đoạn từ năm 2005 đến nay

Công tác định giá tại các công ty trong giai đoạn từ năm 2005 đến nay, có thể nhận thấy rằng công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH DNNN đã có những bước tiến đáng kể.

Công tác định giá để tiến hành CHP các DNNN đã phần nào khắc phục được hạn chế của giai đoạn trước và có những ưu điểm khá lớn như:

- Tính minh bạch của BCTC qua kiểm toán, công bố các báo cáo tài chính của các năm trước thời điểm định giá.

- Công tác định giá doanh nghiệp có sự tham gia nhiều hơn của các tổ chức có chức năng định giá điều này đã làm cho kết quả định giá có tính khách quan hơn.

- Áp dụng phương pháp DCF trong việc định giá doanh nghiệp. Tuy nhiên, chất lượng của công tác định giá còn tùy thuộc vào mức phí định giá và cần phải mang tính thị trường để nâng cao chất lượng công tác định giá doanh nghiệp.

Tuy nhiên, công tác định giá còn nhiều thiếu sót cần khắc phục như:

Thứ nhất: Đối tượng mà doanh nghiệp và tổ chức định giá hướng đến chủ yếu là các cơ quan chức năng, mà đôi khi bỏ qua đối tượng quan trọng là các nhà đầu tư.

Thứ hai: Việc định giá tài sản vô hình như lợi thế kinh doanh vẫn gặp rất nhiều khó khăn do không có một chuẩn mực, hướng dẫn nào quy định cho việc định giá, dẫn đến tính chủ quan trong việc định giá các tài sản này.

Thứ ba: Trong quá trình định giá không tiến hành thu thập các thông tin bên ngoài doanh nghiệp có liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp, nên không có đánh giá tổng quát của về sự phát triển của doanh nghiệp trong tương lai.

Thứ tư: Đa số các doanh nghiệp không tiến hành phân tích tình hình tài chính, hoạt động SXKD của doanh nghiệp trong những năm trước và sau khi định giá để có thể thấy được tiềm năng, mức độ phát triển của doanh nghiệp. Việc xử lý tài chính trước khi định giá cũng không được thực hiện triệt để, đặc biệt là vấn đề công nợ tồn đọng.

Thứ năm: Chưa có sự đánh giá tổng hợp đối với các nhân tố nội tại của doanh nghiệp. Điều này đã làm mất đi tính khách quan và tính tin cậy của kết quả định giá. Do vậy, kết quả định giá thường thấp hơn nhiều so với giá thị trường.

Thứ sáu: Mức phí cho công tác định giá doanh nghiệp để CPH DNNN theo qui định là khá thấp so với mức của thị trường mà các tổ chức định giá thường làm khi định giá cho các DNNQD. Chính điều này làm hạn chế đến phương pháp định giá áp dụng và ảnh hưởng lớn đến kết quả định giá cũng như chất lượng công tác định giá trong thời gian qua.

Thứ bảy: Các tiêu chí để lựa chọn tổ chức định giá có chất lượng chưa được các doanh nghiệp chú trọng, nhiều tổ chức định giá có nghiệp vụ chuyên môn chưa sâu dẫn đến những kết quả thiếu khách quan, làm ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp. Điều này được minh chứng bởi giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp được thị trường thừa nhận.

Bảng 2.12: So sánh giá cổ phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2005 - Nay

Tên doanh nghiệp	Mệnh giá cổ phiếu khi phát hành (đồng)	Giá trị thị trường cho 1 cổ phiếu tại 31/12/2006 (đồng)	Loại thị trường
BH_ABC	10.000	45.000	Tham khảo OTC
Công ty Bia QN	10.000	52.000	Tham khảo OTC
Tổng Công ty Điện tử và Tin học XYZ	10.000	58.000	Tham khảo OTC
Công ty Xi măng KK	10.000	25.000	Tham khảo OTC
Công ty Xây dựng HH	10.000	33.000	Tham khảo OTC
Công ty Thiết bị Điện AAA	100.000	317.000	Tham khảo OTC
Công ty Xi măng BS	10.000	82.000	HASTC
Công ty Bia BBB	10.000	28.000	Tham khảo OTC
Công ty Vận tải Xăng dầu XYZ	10.000	66.000	HOSE

[61, web]

Tóm lại, qua khảo sát thực tế công tác định giá trong tiến trình CPH DNNN trong giai đoạn 2001-2006 đã minh chứng rất rõ ràng về những hạn chế trong công tác định giá DNNN để CPH như đã được trình bày tại mục 2.2.3.2. Những điểm còn hạn chế của công tác định giá doanh nghiệp. Đây cũng đồng thời là những căn cứ để tác giả Luận án đề xuất những giải pháp cho công tác định giá được trình bày tại Chương 3 của Luận án. Tuy nhiên, để đảm bảo tính bí mật về thông tin tài chính cho doanh nghiệp khảo sát được công bố trong luận án, tác giả đã sửa đổi tên doanh nghiệp, trình bày lại một số thông tin tài chính cho phù hợp và phục vụ mục đích nghiên cứu.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Quan phân tích, đánh giá, khảo sát thực trạng về công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH DNNN ở Việt Nam giai đoạn 2001-2006 cho phép Luận án đưa ra những kết luận cơ bản sau đây:

- Thứ nhất: Quy định về công tác định giá doanh nghiệp trong quá trình cổ phần hóa DNNN ở Việt Nam là một quá trình “*vừa làm, vừa rút kinh nghiệm*”. Các qui định về cách thức, tổ chức thực hiện và phương pháp tại các Nghị định và văn bản hướng dẫn về sau đã có những sửa đổi quan trọng, ngày càng phù hợp hơn với điều kiện cụ thể của đa số các doanh nghiệp.

- Thứ hai: Kết quả định giá doanh nghiệp ngày càng mang tính thị trường hơn thông qua việc xóa bỏ vai trò của cơ chế hội đồng, cho phép sự tham gia nhiều hơn của các tổ chức định giá để nâng cao chất lượng và tiến động công tác định giá.

- Thứ ba: Chính sách cho công tác định giá chưa giải quyết được về mặt vĩ mô cho công tác định giá như các chuẩn mực đạo đức hành nghề, chuẩn mực định giá để áp dụng vào công tác định giá doanh nghiệp. Chưa nhìn nhận đánh giá đúng vai trò và giá trị của TSCĐ vô hình trong doanh nghiệp.

- Thứ tư: Phương pháp định giá doanh nghiệp đơn giản, dễ áp dụng trong thực tế. Tuy nhiên phương pháp định giá hiện hành vẫn còn những hạn chế nhất định dễ dẫn đến những đánh giá mang tính chủ quan, bỏ sót giá trị doanh nghiệp.

- Thứ năm: Phương pháp định giá được áp dụng chưa có tính linh hoạt, và có hướng dẫn cụ thể về điều kiện, cách thức và loại hình doanh nghiệp áp dụng. Chính phủ quy định cứng nhắc phương pháp định giá và chưa cho phép áp dụng nhiều phương pháp có tính so sánh và mang đặc trưng của từng loại hình doanh nghiệp để các chuyên gia có thể xử lý thích hợp với điều kiện của mỗi loại hình doanh nghiệp.

- Thứ sáu: Khả năng ứng dụng các phương pháp định giá như đã trình bày ở Chương 1 vào điều kiện cụ thể của Việt Nam là rất hạn chế, vì thiếu nhiều thông tin về thị trường, hạn chế về trình độ và kinh nghiệm của cán bộ định giá, hạn chế về hệ thống cơ sở dữ liệu tham chiếu phục vụ công tác định giá doanh nghiệp. Mặt khác mức phí cho công tác định giá doanh nghiệp để CPH DNNN theo qui định là khá thấp so với mức của thị trường chính điều này làm hạn chế đến phương pháp định giá áp dụng và ảnh hưởng lớn đến kết quả cũng như chất lượng công tác định giá.

- Thứ bảy: Việc xử lý tài chính trước khi định giá và tính công khai minh bạch của BCTC trước khi định giá ít được coi trọng, ý kiến của chuyên gia và tổ chức định giá về hạn chế của kết quả định giá thường không được xem xét khi phê duyệt kết quả định giá doanh nghiệp.

- Thứ tám: Thiếu một quy trình định giá doanh nghiệp khoa học, cơ chế giám sát chất lượng công tác định giá doanh nghiệp, thiếu cơ sở và căn cứ để đánh giá chất lượng của tổ chức định giá được chọn tiến hành thực hiện định giá doanh nghiệp.

- Thứ chín: Trình độ quản lý nói chung và nhận thức cho công tác định giá doanh nghiệp để cổ phần hóa nói riêng của các nhà quản lý doanh nghiệp và các cán bộ quản lý còn có nhiều hạn chế. Mặt khác chưa có quy định rõ ràng về tiêu chuẩn, điều kiện của tổ chức được chọn để thực hiện công tác định giá doanh nghiệp.

- Thứ mười: Chưa có sự thay đổi về quản trị và điều hành doanh nghiệp sau cổ phần hóa và sự phân biệt đối xử trong các giao dịch và can thiệp vào quá trình điều hành doanh nghiệp sau cổ phần hóa.

- Thứ mười một: Quy trình tổ chức triển khai công tác định giá doanh nghiệp để cổ phần hóa và qui trình thực hiện đấu giá cổ phần ra thị trường còn chưa rõ ràng; Tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu và chính sách đối tác chiến lược chưa hợp lý và đặc biệt là chậm tổng kết công tác định giá doanh nghiệp trong quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước và phổ biến kinh nghiệm của các nước trên thế giới

- Thứ mười hai: Mức khống chế về tỷ lệ phần trăm cổ phần ưu đãi trên vốn nhà nước tại doanh nghiệp chưa hợp lý; quyền mua cổ phần là quá ưu đãi đối với Nhà nước và người lao động; chính sách sử dụng người lao động, chính sách đào tạo cho doanh nghiệp sau cổ phần hóa còn có những điểm bất cập, cản trở đến tính chủ động và sự phát triển của doanh nghiệp.

CHƯƠNG 3
GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN
CÔNG TÁC ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM
TRONG THỜI GIAN TỚI

3.1. Các quan điểm hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam

+ Đề xuất, đưa ra phương pháp định giá doanh nghiệp phù hợp nhất với điều kiện hiện nay của Việt Nam.

+ Đề xuất để hoàn thiện các giải pháp về mặt cơ chế, tạo động lực nâng cao hiệu quả công tác định giá doanh nghiệp.

+ Đề xuất các giải pháp giảm thiểu lực cản góp phần tăng cường sự thuận lợi cho công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình chuyển đổi DNNN.

Để đảm bảo cho công tác định giá doanh nghiệp có hiệu quả thiết thực theo các mục tiêu và yêu cầu đặt ra, cần thống nhất một số quan điểm và định hướng sau:

3.1.1. Công tác định giá doanh nghiệp cần được hoàn thiện phù hợp với điều kiện cụ thể trong từng giai đoạn ở Việt Nam.

Định giá doanh nghiệp là công việc rất quan trọng và phức tạp, ngay cả ở những nước mà thị trường vốn đã phát triển. Nhiều trường hợp đã chứng minh rằng, số tiền mà ngân sách Nhà nước thu được khi bán cổ phần của DNNN được CPH có thể chưa hợp lý do chưa xác định phù hợp các yếu tố cấu thành giá trị doanh nghiệp. Do đó, chỉ ngay sau khi phát hành lần đầu, cổ phiếu của doanh nghiệp đó đã được chuyển nhượng lại với giá cao hơn nhiều so với mệnh giá cổ phiếu lúc phát hành.

Giá trị doanh nghiệp phải được xác định theo hướng gắn với thị trường, đó là giá trị thực tế của doanh nghiệp mà người bán và mua cổ phần đều có thể chấp nhận được. Người bán cổ phần là Nhà nước còn người mua cổ phần là CBCNV trong doanh nghiệp và các cổ đông bên ngoài doanh nghiệp. Vì vậy, giá trị của doanh nghiệp phải được xác định hợp lý bằng phương pháp khoa học phù hợp với tình hình thực tế, chỉ như vậy mới đảm bảo được sự kết hợp hài hòa giữa lợi ích của Nhà nước, Doanh nghiệp, Nhà đầu tư và người lao động trong doanh nghiệp.

3.1.2. Trong quá trình CPH DNNN ở Việt Nam, công tác định giá doanh nghiệp vừa phải đảm bảo giảm thiểu tổn thất tài sản Nhà nước, vừa phải tạo động lực thúc đẩy sự phát triển của doanh nghiệp và thị trường tài chính.

Đây là một định hướng đặc biệt quan trọng đối với DNNN khi tiến hành CPH, bởi các lý do sau:

Một là, mọi tài sản của mỗi DNNN đều thuộc sở hữu toàn dân, trừ quỹ phúc lợi là khoản thu nhập không chia mà được để lại cho người lao động trong doanh nghiệp được hưởng. Trong thực tế, có một phần vốn là vốn tự có của doanh nghiệp thực chất được tạo từ 2 nguồn: một phần lợi nhuận thu được và tiền trích khấu hao tài sản cố định được Nhà nước cho phép giữ lại để tái sản xuất mở rộng. Do đó, số vốn này thuộc về Nhà nước và nó sẽ trở thành vốn cổ phần khi DNNN chuyển thành công ty cổ phần. Đây là vấn đề vừa hợp lý, vừa hợp pháp theo Luật DNNN. Bởi vậy, khi tiến hành CPH DNNN, phần vốn tự có này phải được đưa vào để xác định giá trị còn lại của doanh nghiệp. Nắm vững quan điểm định hướng này để không làm thất thoát tài sản của Nhà nước và sự phân phối không công bằng trong quá trình CPH DNNN.

Hai là, trong quá trình tiến hành định giá doanh nghiệp để CPH, nếu công tác lãnh đạo và chỉ đạo không chặt chẽ, sát sao, nội dung của từng bước tiến hành định giá không được thực hiện một cách chu đáo và có tổ chức khoa học thì dễ gây ra những cú “sốc” lớn trong sản xuất kinh doanh làm cho kết quả kinh doanh giảm sút.

Để khuyến khích doanh nghiệp phát triển, Nhà nước cần chuyển giao phần tỷ lệ vốn của Nhà nước trong công ty cổ phần cho các cổ đông của doanh nghiệp, trong đó tỷ theo nhu cầu tài chính của doanh nghiệp để có tỷ lệ nắm giữ vốn của các nhà đầu tư, các nhà quản lý và người lao động và nhà nước cho phù hợp để khuyến khích và tạo động lực cho doanh nghiệp phát triển.

3.1.3. Quá trình hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam cần xem xét những thông lệ quốc tế và phù hợp với xu hướng hội nhập quốc tế

Việt Nam đang trong quá trình hội nhập với kinh tế của thế giới, do vậy quá trình hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam cần phải phù hợp với tiến trình này, cụ thể:

+ Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam phải không mâu thuẫn với các cam kết hội nhập quốc tế (WTO, AFTA, APEC...), cụ thể như về chính sách thuế đối với doanh nghiệp, lợi thế kinh doanh, các hỗ trợ cho doanh nghiệp.v.v..

+ Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam cần xem xét để góp phần thúc đẩy quá trình hội nhập và hợp tác quốc tế, đặc biệt là cần học hỏi kinh nghiệm ở những nước phát triển và những nước có điều kiện gần giống với Việt Nam.

+ Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam cần áp dụng các tiêu chuẩn quốc tế về phương pháp, các giả định, tham chiếu...; Đồng thời các thông lệ quốc tế trong công tác định giá doanh nghiệp cũng cần được xem xét áp dụng hoặc thừa nhận ở Việt Nam.

3.2. Một số giải pháp hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam

Công tác định giá doanh nghiệp là một quá trình quan trọng nhất trong tiến trình CPH DNNN để thực hiện tốt chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước nhằm huy động vốn trong xã hội, tăng nguồn vốn cho các doanh nghiệp, tạo động lực mới trong công tác quản lý, ngăn chặn tiêu cực, thúc đẩy doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả, góp phần cơ cấu lại doanh nghiệp toàn bộ nền kinh tế quốc dân.

Để đẩy nhanh tiến trình CHP DNNN, Chính phủ đã ban hành Nghị định 187/2004/NĐ-CP về chuyển công ty Nhà nước thành công ty cổ phần thay thế cho Nghị định số 64. So với Nghị định 64 thì Nghị định 187 có nhiều ưu điểm sửa đổi, bổ sung phù hợp hơn với tình hình thực tế hiện nay của Việt Nam.

Tuy nhiên, công tác định giá doanh nghiệp thông qua tiến trình CPH DNNN vẫn còn một số hạn chế cần được tiếp tục nghiên cứu hoàn thiện. Trong Luận án này tác giả đưa ra một số nhóm giải pháp sau:

3.2.1. Nhóm giải pháp nhằm hoàn thiện các điều kiện tiên quyết để định giá doanh nghiệp

3.2.1.1. Xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu tham chiếu phục vụ cho công tác định giá doanh nghiệp

Các phương pháp định giá doanh nghiệp luôn đòi hỏi phải có một khối lượng thông tin đầy đủ và chính xác được cung cấp. Do tính chất phức tạp của vấn đề, nên các phương pháp đưa ra cho thấy thông tin được cung cấp phải đạt được độ tin cậy ở mức độ cần thiết và cần có cơ sở tin cậy để tham chiếu và xử lý thông tin.

Thông tin đến tay các chuyên gia có thể từ nhiều nguồn khác nhau. *Song quan trọng và cần thiết hiện nay là thông tin về hệ số định mức tín nhiệm, các chỉ số tài chính trung bình ngành và các chỉ số giá chứng khoán thì ở Việt Nam chưa đáp ứng được.* Loại thông tin này được công bố và có cơ sở để tham chiếu sẽ giúp các chuyên gia định giá có định hướng và cơ sở để ước tính được các tỷ lệ rủi ro và giá trị doanh

nghiệp một cách nhanh chóng. Nó góp phần làm giảm đi tính chủ quan cũng như sự hạn chế về trình độ của người đánh giá. Theo đó, để có cơ sở cho việc xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu tham chiếu phục vụ cho công tác định giá doanh nghiệp, Luận án đề nghị cụ thể như sau:

-Thứ nhất: Chính phủ cần cho thành lập trung tâm hoặc đầu mối lưu trữ dữ liệu doanh nghiệp trên phạm vi quốc gia. Trung tâm này có thể kết nối với Trung tâm thông tin tín Dụng (CIC) thuộc Ngân hàng Nhà nước để tăng cường sự chia sẻ thông tin và hiệu quả sử dụng nguồn dữ liệu.

-Thứ hai: Chính phủ cần cho phép và thúc đẩy, hỗ trợ thành lập các công ty chuyên xếp hạng và đánh giá hệ số tín nhiệm đối với các doanh nghiệp. Hoặc cho phép loại công ty này của nước ngoài được phép hoạt động trên lãnh thổ Việt Nam.

-Thứ ba: Cần phải gấp rút xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu về số liệu thống kê của Nhà nước cho các chỉ tiêu tài chính trung bình ngành bằng cách dựa trên các báo cáo tài chính như: bảng cân đối kế toán, báo cáo thu nhập và báo cáo kiểm toán. Đồng thời hệ thống cơ sở dữ liệu này cần được công khai minh bạch và công bố trên internet để các chuyên gia định giá có thể tham khảo bất kỳ lúc nào.

-Thứ tư: Thúc đẩy nhanh sự phát triển của thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán phát triển sẽ chỉ ra giá thị trường của doanh nghiệp hàng ngày trên các bảng điện tử tại sở giao dịch chứng khoán hoặc tại trung tâm giao dịch chứng khoán. Đó là một thông tin quan trọng để đối chiếu với sự đánh giá của các chuyên gia về giá trị doanh nghiệp được niêm yết. Ngoài ra, giá cả chứng khoán cũng là một cơ sở quan trọng để người ta đánh giá các doanh nghiệp có những điều kiện tương tự nhưng không có chứng khoán được niêm yết.

3.2.1.2. Lành mạnh hóa tài chính và xử lý tồn đọng trước khi định giá doanh nghiệp

Để việc thực hiện công tác định giá doanh nghiệp để CPH DNNN đạt kết quả cao, trước khi định giá doanh nghiệp, doanh nghiệp cần phải xử lý dứt điểm những vướng mắc tài chính còn tồn đọng, đặc biệt là những khoản nợ không có khả năng thu hồi và những vật tư, tài sản, hàng hóa ứ đọng mất phẩm chất của doanh nghiệp.

Cần xác định rõ nguyên nhân chủ quan, khách quan để có biện pháp xử lý theo qui định. Nếu vẫn còn các khoản nợ không có khả năng thu hồi cần bàn giao cho Công ty mua bán nợ hoặc kiến nghị với Bộ Tài chính và Chính phủ để xử lý tài chính trước

khi tiến hành định giá doanh nghiệp. Đối với những khoản nợ đọng ngân sách như nợ thuế và các khoản phải nộp ngân sách Nhà nước, các khoản nợ ngân hàng thương mại, Chính phủ cần quy định chi tiết những trường hợp cụ thể được xử lý và thời gian tối đa để các cơ quan thuế, các ngân hàng thương mại có quyết định xử lý đối với các khoản nợ này vì trên thực tế, có rất nhiều khoản nợ thuộc đối tượng được xử lý nhưng cơ quan thuế và các ngân hàng thương mại không chấp nhận xóa hoặc treo cho DNNN hoặc nếu có thì thời gian quyết định rất lâu, có trường hợp đến 1 năm kể từ khi nhận được đầy đủ Hồ sơ xin xử lý nợ làm ảnh hưởng rất lớn đến tiến độ của công tác định giá doanh nghiệp.

Với tư cách là cơ quan chủ sở hữu vốn các tập đoàn, tổng công ty (công ty mẹ), Chính phủ cần bổ sung thêm trách nhiệm trong việc xử lý các tồn tại tài chính, cụ thể: Theo qui định hiện tại của Nghị định 187 thì tài sản không cần dùng, nợ phải thu khó đòi loại ra khỏi giá trị doanh nghiệp CPH để bàn giao về Công ty Mua bán nợ và tài sản tồn đọng; Tuy nhiên, trách nhiệm xử lý những tài sản này và công nợ tồn đọng cần được xem xét là thuộc về tổng công ty, tập đoàn.

Theo qui định tại Luật quản lý thuế có hiệu lực từ 01/07/2007, thì doanh nghiệp thực hiện chuyển đổi sở hữu không thuộc đối tượng được xóa nợ thuế (Điều 55 và Điều 65). Để phù hợp với qui định này, Nghị định 109/2007/NĐ-CP ngày 26/6/2007 thay thế Nghị định số 187 đã qui định: Doanh nghiệp cổ phần hoá có trách nhiệm hoàn thành nghĩa vụ thuế trước khi chuyển đổi; trường hợp doanh nghiệp chuyển đổi chưa hoàn thành nghĩa vụ nộp thuế thì công ty cổ phần sau này có trách nhiệm hoàn thành nghĩa vụ nộp thuế và qui định việc xử lý đối với tài sản đầu tư bằng nguồn Quỹ khen thưởng, Quỹ phúc lợi thì doanh nghiệp CPH có trách nhiệm hoàn trả các quỹ này để chia cho người lao động đang làm việc ở doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp để mua cổ phần.

Đối với vốn đầu tư dài hạn vào doanh nghiệp khác (góp vốn liên doanh, liên kết, góp vốn cổ phần, góp vốn thành lập công ty TNHH ...) chỉ được chuyển giao cho DNNN nắm giữ 100% vốn khác làm đối tác, nếu không được thì doanh nghiệp CPH tiếp tục kế thừa để tính vào giá trị doanh nghiệp.

Đối với khoản chênh lệch giảm giữa giá trị phần vốn Nhà nước tại thời điểm doanh nghiệp chuyển sang công ty cổ phần với giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại thời điểm định giá doanh nghiệp cần xác định rõ nguyên nhân. Nếu lỗi do việc không

xử lý dứt điểm các tồn tại về tài chính theo qui định hiện hành của Nhà nước khi định giá doanh nghiệp thì phải xác định rõ trách nhiệm của các cơ quan có liên quan: doanh nghiệp, tổ chức tư vấn định giá và cơ quan quyết định cổ phần hoá để xử lý bồi thường vật chất. Nếu lỗi do điều hành sản xuất, kinh doanh thì cán bộ quản lý doanh nghiệp có trách nhiệm bồi thường toàn bộ tổn thất do chủ quan gây ra.

Cần tăng cường sử dụng phương thức mua bán nợ và tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các công ty mua bán nợ tham gia vào giải quyết những vấn đề nợ tồn đọng. Cần khuyến khích sử dụng cả 2 dạng công ty mua bán nợ hiện nay là: Công ty mua bán nợ và Tài sản tồn đọng thuộc Bộ Tài chính (thường có tính chính sách) và Công ty mua bán nợ thuộc các ngân hàng, tổ chức tài chính (thường mang tính thương mại) trong hoạt động mua bán nợ.

3.2.1.3. Hoàn thiện việc lựa chọn tổ chức định giá doanh nghiệp

Nhằm nâng cáo tính chuyên nghiệp của việc định giá doanh nghiệp trong quá trình CPH DNNN, Nhà nước đã xóa bỏ cơ chế định giá doanh nghiệp theo cơ chế hội đồng. Điều này là hoàn toàn đúng bởi vì trong nền kinh tế thị trường, định giá là một nghề. Tính chuyên nghiệp đòi hỏi tổ chức định giá phải có năng lực chuyên môn về nghiệp vụ, về đạo đức, việc hành nghề phải dựa trên những nguyên tắc, chuẩn mực và phương pháp thống nhất. Đồng thời, tổ chức định giá doanh nghiệp phải có đội ngũ những người có trình độ chuyên môn nhất định và có kinh nghiệm về nghề nghiệp.

Trên thực tế tại Việt Nam, lĩnh vực này còn mới cả về lý thuyết và thực hành bởi nền kinh tế nước ta vẫn đã và đang trong quá trình chuyển đổi sang cơ chế thị trường. Theo đó, việc chọn và chỉ định các tổ chức định giá chủ yếu vẫn dựa vào định tính, chưa dựa trên những tiêu chuẩn định lượng cụ thể để lựa chọn.

Nhiều tổ chức tuy có chức năng định giá trong giấy đăng ký kinh doanh nhưng lại thiếu năng lực định giá. Hơn 3.000 DNNN đã được định giá để CPH thuộc nhiều loại ngành nghề kinh tế kỹ thuật khác nhau, có hệ số đánh giá chất lượng kỹ thuật máy móc thiết bị phức tạp, như nhiệt điện, thủy điện, tuabin khí, truyền tải phân phối điện; khai thác mỏ lộ thiên, hầm lò; các ngành cơ khí, luyện kim, xây dựng công nghiệp và dân dụng, giao thông, thủy sản, điện tử, công nghiệp thực phẩm...; Để đảm bảo tính tin cậy của công tác định giá doanh nghiệp đòi hỏi các tổ chức tư vấn và định giá được lựa chọn phải có các kỹ sư thiết bị chuyên ngành để đánh giá chính xác chất lượng kỹ thuật còn lại của máy móc thiết bị chuyên ngành, nếu không rất dễ dẫn đến việc thăm

định theo cảm tính, hình thức, dễ dàng thống nhất với doanh nghiệp được định giá để trình cấp trên phê duyệt.

Do đó, lựa chọn các tổ chức tư vấn định giá có năng lực thực sự để đảm bảo tính tin cậy của kết quả định giá doanh nghiệp có ý nghĩa quyết định trong quá trình chuyển đổi doanh nghiệp. Muốn vậy cần phải có các quy định cụ thể tiêu chuẩn của một tổ chức được chọn để thực hiện định giá doanh nghiệp. Tổ chức đó trước hết phải có đội ngũ chuyên gia có trình độ chuyên môn nhất định, có kinh nghiệm và đạo đức nghề nghiệp. Những tổ chức định giá phải đáp ứng những tiêu chuẩn đó thì việc thực hiện định giá doanh nghiệp mới có đủ chất lượng và độ tin cậy. Đối với những doanh nghiệp có qui mô lớn và máy móc thiết bị có hệ số phức tạp cần tổ chức đấu thầu công khai để đảm bảo việc lựa chọn tổ chức tư vấn định giá có đủ năng lực định giá doanh nghiệp được khách quan và minh bạch. Đồng thời, cần công khai danh sách các tổ chức định giá đủ điều kiện hành nghề qua các phương tiện truyền thông, báo chí...

3.2.1.4. Công khai minh bạch báo cáo tài chính trước khi tiến hành định giá doanh nghiệp

Giá trị của doanh nghiệp, tiến độ và chất lượng của công tác định giá phụ thuộc rất nhiều vào sự trung thực, hợp lý của báo cáo tài chính của doanh nghiệp được định giá. Theo đó, công khai minh bạch BCTC trước khi định giá rất cần thiết. Nhà nước cần có qui định về việc bắt buộc kiểm toán BCTC với ý kiến không ngoại trừ và tổ chức kiểm toán cho doanh nghiệp định giá cần phải đạt trình độ đẳng cấp được quốc tế thừa nhận cũng như đáp ứng một số yêu cầu theo qui định của doanh nghiệp kiểm toán được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận.

3.2.2. Nhóm giải pháp hoàn thiện phương pháp định giá doanh nghiệp

3.2.2.1. Ban hành các hướng dẫn về việc lựa chọn cho các phương pháp định giá doanh nghiệp, điều kiện, cách thức và loại hình doanh nghiệp áp dụng

Hiện nay trên thế giới có nhiều phương pháp định giá doanh nghiệp. Hầu hết các tổ chức tài chính và các công ty định giá lớn trên thế giới đều đưa ra các mô hình và các phương pháp định giá riêng theo từng nhóm, từng loại hình công ty hay ngành SXKD. Tại Việt Nam, theo qui định hiện hành ngoài hai phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu, đã cho phép doanh nghiệp áp dụng phương pháp khác sau khi thoả thuận với Bộ Tài chính.

Do vậy, Nhà nước cần ban hành các hướng dẫn về việc lựa chọn phương pháp định giá doanh nghiệp để áp dụng cho từng loại hình doanh nghiệp. Trong đó, cần có qui định về sử dụng phương pháp nào là chính, qui định về sử dụng các phương pháp khác để bổ sung và kiểm tra kết quả, độ tin cậy. Đồng thời cũng cần kết hợp với biện pháp đấu giá công khai qua các công ty chứng khoán và sở giao dịch. Tính minh bạch thông tin đấu giá sẽ đem lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp cũng như đảm bảo sự minh bạch khuyến khích các nhà đầu tư tham gia vào thị trường.

3.2.2.2. Bổ sung các qui định về định giá tài sản vô hình đặc thù

Tài sản vô hình đặc thù được đề cập trong luận án chủ yếu là những loại tài sản không thể hiện giá trị trên Bảng cân đối kế toán, hoặc nếu có thì thể hiện giá trị không đầy đủ. Tài sản vô hình đặc thù trong doanh nghiệp gồm các loại: Quyền sử dụng đất; Hệ thống phân phối; Thương hiệu sản phẩm; Cổ đông chiến lược; Đối tác chiến lược; Trình độ quản trị doanh nghiệp của Ban Quản lý; Đội ngũ người lao động; Quyền sử dụng và khai thác tài nguyên thiên nhiên; Các loại thương quyền mà một số doanh nghiệp có được....; Đây chính là lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp

3.2.2.2.1. Quyền khai thác mỏ

Đây là một loại thương quyền đối với doanh nghiệp. Giá trị thương quyền phụ thuộc vào qui mô, nhu cầu thị trường và nguồn cung cấp, giá thành khai thác.

Tại các doanh nghiệp đã cổ phần hoá, có lẽ ít doanh nghiệp khai thác mỏ được tổ chức định giá tính riêng rẽ giá trị quyền khai thác vì công việc này quá phức tạp và khó khăn. Giá trị thương quyền được phản ánh qua việc thể hiện kết quả kinh doanh để từ đó tính lợi nhuận siêu ngạch hay còn gọi là lợi thế doanh nghiệp.

Việc tính giá trị quyền khai thác mỏ tại DNNN cần căn cứ vào các yếu tố chủ yếu như Trữ lượng của mỏ, sản lượng khai thác hàng năm, năng suất khai thác, nhu cầu thị trường, giá bán, tỷ lệ sở hữu nhà nước, tình hình quản trị doanh nghiệp, tình hình sử dụng lao động:

+ Trữ lượng của mỏ: Đây là một công việc khó khăn về kỹ thuật. Nhiều doanh nghiệp đã CPH chưa có những khảo sát theo đúng nghĩa để xác định trữ lượng. Ví dụ việc cổ phần hoá 5 mỏ than thuộc Tập đoàn Than và Khoáng sản Việt Nam. Số liệu trữ lượng đưa ra là thiếu tin cậy và căn cứ thuyết phục. Việc xác định ở mức tương đối thời gian khai thác của mỏ có một ý nghĩa hết sức quan trọng, để xác định được dòng tiền tương lai từ đó xác định được giá trị cổ phiếu.

+ Thời gian khai thác mỏ không chỉ phụ thuộc vào trữ lượng, giá thành khai thác mà còn cần phải tính tới qui hoạch. Nếu việc khai thác ảnh hưởng tới môi trường, qui hoạch kinh tế địa phương thì có thể trong tương lai ngắn hạn mỏ phải đóng cửa và theo đó, giá trị của mỏ sẽ không được xem xét trong khi định giá doanh nghiệp.

3.2.2.2.2. *Quyền sử dụng khai thác cảng biển, cảng cạn ICD*

Trong ngành dịch vụ vận tải hiện nay, mảng phát chuyển nhanh, hàng container có giá cước cao hơn so với nhiều mặt hàng khác, vì vậy những cảng biển, cảng ICD ở vị trí thuận lợi cho việc kinh doanh Container có ý nghĩa hết sức quan trọng và đây là loại bất động sản đặc biệt vì không thể dễ dàng tìm vị trí khai thác tốt. Tìm đất để xây cao ốc văn phòng, khách sạn tại các đô thị lớn là 1 việc không khó và có nhiều lựa chọn đối với chủ đầu tư nhưng tìm vị trí cảng biển nước sâu để khai thác container tại các vùng kinh tế trọng điểm là việc khó khăn vì bị giới hạn về mặt địa lý. Những vị trí thuận lợi để làm cảng container gần như đã được các doanh nghiệp trong ngành chiếm lĩnh, và đây là lợi thế lớn đối với các doanh nghiệp trong nước. Doanh nghiệp có vị trí cảng biển thuận tiện sẽ làm gia tăng lợi nhuận kinh doanh mặc dù trình độ quản trị doanh nghiệp là bình thường, thậm trí kém so với vị thế trong ngành.

Khi các doanh nghiệp có được thương quyền khai thác cảng, họ có thể thu hút các tập đoàn hàng hải hàng đầu trên thế giới thực hiện liên doanh liên kết, giá trị thương quyền sẽ là giá trị cơ bản trong phần góp vốn pháp định cho quá trình liên doanh liên kết. Khi đã có thương quyền khai thác cảng, việc tạo giá trị gia tăng hay là khả năng phát huy tối đa thương quyền còn phụ thuộc vào trình độ quản trị của doanh nghiệp có thương quyền. Nếu trình độ quản trị không cao thì không thể khai thác hết được các dịch vụ do vị trí cảng tạo ra, và việc khai thác các dịch vụ đó thuộc về những doanh nghiệp khác. Ví dụ, Công ty TMS có cảng ICD Thủ Đức, đây là lợi thế làm căn cứ cho các mảng kinh doanh chủ yếu của TMS; Tuy nhiên TMS chưa tổ chức được công đoạn vận tải container trên sông Sài Gòn từ tàu container như Công ty GMD.

Trong ngành dịch vụ hàng hải, khi Việt Nam gia nhập WTO đồng nghĩa với việc các nhà đầu tư nước ngoài được trực tiếp kinh doanh dịch vụ vận tải mà không cần thông qua đối tác Việt Nam để làm đại lý, đã và chuẩn bị qua thời kỳ chỉ làm dịch vụ thông thường mà không cần có cơ sở hậu cần. Tuy nhiên những doanh nghiệp có cơ sở hậu cần tốt (kho bãi, cảng) thì vẫn có sức cạnh tranh mạnh, vẫn có khả năng hợp tác với các hãng vận tải nước ngoài.

3.2.2.2.3. Các loại giấy phép đặc biệt

Giấy phép đặc biệt thường do chính quyền trung ương hay địa phương cấp và ở những ngành nghề kinh doanh đặc biệt, ngành nghề kinh doanh có điều kiện nhưng hạn chế cấp giấy phép. Ví dụ: Giấy phép kinh doanh casino, giấy phép thành lập hãng hàng không, giấy phép kinh doanh điện thoại cố định - di động, giấy phép kinh doanh hoa tiêu hàng hải, giấy phép mở cảng hàng không, thành lập ngân hàng mới....

Những loại giấy phép đặc biệt này thường rất khó khăn trong việc xin được cấp giấy phép, thậm chí không có khả năng xin được và trong nhiều trường hợp không bị trói buộc bởi cam kết WTO, chẳng hạn như giấy phép kinh doanh điện thoại cố định và di động, giấy phép kinh doanh casino...; Do tính chất đặc biệt của giấy phép, nên bản thân những loại giấy phép này đã tạo lên thương quyền mặc dù chủ sở hữu giấy phép có thể không am hiểu về ngành nghề kinh doanh của giấy phép.

+ Về giấy phép kinh doanh điện thoại di động: Hiện nay Bộ Bưu chính đã cấp cho sáu doanh nghiệp và có thể không cấp thêm, việc hạn chế này nhằm đảm bảo cho các doanh nghiệp yên tâm đầu tư, bảo đảm chất lượng dịch vụ cho người tiêu dùng, sự hạn chế này cũng là sự hấp dẫn khi đầu tư cổ phiếu vào các mạng di động được cổ phần hoá như Vinaphone, Mobiphone, Viettel. Trước đây Ban tài chính quản trị T.P Hồ Chí Minh là cổ đông sáng lập của Công ty Cổ phần Bưu chính Viễn thông Sài Gòn, sau đó doanh nghiệp này có xin được giấy phép kinh doanh điện thoại di động. Do không có vốn và công nghệ nên đã liên doanh với tập đoàn viễn thông Hàn Quốc dưới dạng hợp đồng hợp tác đầu tư. Phía Việt Nam đã góp 50% vốn pháp định bằng thương quyền sử dụng giấy phép để lập ra mạng S phone. Hoặc Tập đoàn Bưu chính Viễn thông (VNPT) cũng hợp tác với Comvik Thụy điển dưới hình thức góp thương quyền để lập nên Công ty Mobiphone, sau này có kinh nghiệm quản lý thì VNPT nhận thức rằng góp thương quyền với giá trị bằng 50% vốn pháp định là rẻ nên đã lập ra mạng di động Vinaphone để trực tiếp khai thác.

+ Về giấy phép kinh doanh casino: đây là ngành nghề kinh doanh có điều kiện và rất hạn chế đầu tư. Tuy nhiên, không qui định là có bao nhiêu doanh nghiệp được kinh doanh, hay có cấp hay không cấp mới, vì vậy các khách sạn lớn muốn kinh doanh Casino thì phải tiến hành lobby. Như kinh nghiệm các nước, khi xét thấy nhu cầu cần tạo sự vui chơi giải trí để hấp dẫn người nước ngoài thì họ tổ chức đấu thầu để lấy giấy phép và giá trị đấu thầu chính là giá trị vô hình ban đầu của loại giấy phép đó.

+ Về giấy phép thành lập Ngân hàng mới: Luật các tổ chức tín dụng và các văn bản dưới Luật không đưa ra qui định là cần có bao nhiêu ngân hàng là đủ, tuy nhiên chủ trương của Ngân hàng Nhà nước là rất hạn chế thành lập. Ngân hàng Nhà nước đang tiến hành soạn thảo nghị định mới về tổ chức và hoạt động của ngân hàng thương mại thay thế Nghị định 49, trong đó đưa ra rất nhiều điều kiện đòi hỏi cao, phức tạp cho việc thành lập 1 ngân hàng mới (tiêu chí vốn pháp định không phức tạp bằng nhiều tiêu chí khác). Sở dĩ đưa ra nhiều tiêu chí phức tạp vì quan điểm của Ngân hàng Nhà nước là hạn chế việc thành lập ngân hàng mới. Do yếu tố này mà giá trị của ngân hàng tăng lên và việc mua cổ phần của những ngân hàng cổ phần trở nên đắt đỏ.

Những loại giấy phép đặc biệt kể trên rõ ràng là có giá trị vô hình và góp phần vào tăng giá trị của doanh nghiệp. Trong chính sách của Nhà nước, những loại giấy phép đặc biệt này không thể đem bán cho 1 pháp nhân khác, tuy nhiên dùng thương quyền của giấy phép để thực hiện góp vốn thành lập liên doanh, hay tăng vốn điều lệ để thu hút đối tác chiến lược...là thực hiện được.

Việc đánh giá giá trị của giấy phép này có ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp còn cần phải xem chủ trương của nhà nước trong việc cấp mới giấy phép. Ví dụ như giấy phép thành lập công ty chứng khoán, nhiều nhà đầu tư cá nhân còn quan niệm đây cũng là giấy phép đặc biệt vì sau này Ủy ban Chứng khoán Nhà nước hạn chế việc thành lập. Đây là quan niệm chưa đúng vì Luật Chứng khoán đã qui định khác Nghị định 144 (cũ) là cứ đủ điều kiện thành lập thì những cổ đông sáng lập có quyền thành lập công ty chứng khoán.

3.2.2.2.4. Hệ thống phân phối

Hệ thống phân phối là tập hợp những công ty phân phối, hệ thống đại lý... thực hiện bán hàng cho doanh nghiệp. Với những sản phẩm mang tính đại chúng thì hệ thống phân phối đóng vai trò cực kỳ quan trọng.

- Đánh giá hiệu quả hệ thống phân phối của doanh nghiệp qua các tiêu chí:

+ Mức độ xuất hiện sản phẩm doanh nghiệp tại hệ thống siêu thị lớn, nhỏ.

+ Vị trí bán hàng trong siêu thị.

+ Đánh giá hệ thống bán lẻ sản phẩm, mức độ xuất hiện tại các điểm trung tâm đô thị, điểm đông dân cư...

+ Quan hệ thanh toán giữa nhà phân phối, đại lý bán hàng với doanh nghiệp sản xuất; xem xét mức độ bảo đảm thu được tiền bán hàng, nhà phân phối có thể chấp,

cầm cố, đặt cọc với nhà sản xuất hay không? Tính toán lịch sử công nợ khó đòi. Với những doanh nghiệp còn kinh doanh chưa hiệu quả thì việc bán trả chậm không có tài sản đảm bảo làm phát sinh chi phí lãi vay ngân hàng cho vốn lưu động, rồi công nợ khó đòi...ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận cũng như vốn của doanh nghiệp.

- Có tính được giá trị vô hình của hệ thống phân phối hay không? Hoàn toàn có thể tính được ở mức tương đối và bao gồm:

+ Những chi phí trả cho khối nhân viên marketing chuyên môn hóa trong khâu phân phối, năng suất bình quân của 1 nhân viên trong việc gây dựng đại lý bán hàng;

+ Chi phí xây dựng, duy trì và phát triển hệ thống đại lý.

+ Chi phí quảng cáo sản phẩm...

+ Số năm bình quân về việc thiết lập quan hệ với 1 nhà phân phối.

+ Những khoản chi phí để duy trì và phát triển hệ thống phân phối đều được cho vào giá thành sản xuất. (với doanh nghiệp thành lập mới thì đây là những khoản chi phí rất lớn).

+ Để xây dựng được hệ thống phân phối của 1 tập đoàn như Vinamilt, Kinh đô, bia rươi Hà nội, Sài Gòn..... không phải đơn giản chỉ trong vài năm. Trong vài năm, với những tập đoàn mạnh về tài chính họ có thể xây dựng 1 hệ thống các nhà máy sản xuất, tuy nhiên việc xây dựng này không thể thực hiện trong khoản thời gian ngắn được vì nhà sản xuất còn phải lo phát triển hệ thống phân phối và quảng bá sản phẩm.

Qua phân tích trên thì giá trị vô hình của hệ thống phân phối là rất lớn, chiếm tỷ trọng đáng kể trong các loại tài sản doanh nghiệp. Việc gây dựng tài sản này không thể đốt cháy giai đoạn như đầu tư nhà xưởng, mua máy móc thiết bị mà đòi hỏi phải có thời gian. Hệ thống phân phối được đánh giá trọng yếu khi thực hiện các thương vụ mua bán, hợp nhất, sát nhập doanh nghiệp.

Tóm lại việc cần bổ sung, hoàn thiện các qui định về định giá tài sản vô hình đặc thù trong quá trình định giá doanh nghiệp là rất cần thiết. Điều đó không chỉ giúp xác định giá trị của doanh nghiệp một cách chính xác hơn, giúp các nhà đầu tư đưa ra những quyết định sáng suốt, mà còn giúp các doanh nghiệp được định giá nhận thức được nguồn gốc của những giá trị vô hình và thấy được tầm quan trọng của việc xây dựng kế hoạch phát triển tài sản vô hình như thương hiệu hay bản quyền, bí quyết kinh doanh, từ đó có những kế hoạch phát triển phù hợp nhằm kết hợp những giá trị vô hình và hữu hình để duy trì và phát triển doanh nghiệp.

3.2.2.3. Hoàn thiện các phương pháp định giá hiện hành

3.2.2.3.1. Hoàn thiện phương pháp định giá theo giá trị tài sản

Về phương pháp tài sản có ưu điểm là dễ áp dụng và cũng quen thuộc hơn với các doanh nghiệp hiện nay. Song cũng có những hạn chế nhất định. Thực chất của phương pháp này là xác định giá trị tài sản hữu hình và giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp. Trên thế giới, cũng như từng khu vực, từng nước để xác định giá trị tài sản thường dựa vào các chuẩn mực và phương pháp định giá tài sản đã ban hành thông qua các tổ chức nghề nghiệp hoặc hiệp hội. ở Việt Nam hiện nay chưa xây dựng được các chuẩn mực, nguyên tắc, phương pháp định giá tài sản. Mặc dù thông tư 126/2004/TT-BTC có hướng dẫn, song nhiều vấn đề thực tế trong việc xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp này còn nhiều bất cập. Nhiều vấn đề cơ bản trong thông tư cũng chưa đề cập, ví dụ như hiểu thế nào là giá thị trường? Hay giá trị tài sản có phải chỉ dựa trên giá thị trường hay không?

a. Hoàn thiện phương pháp định giá tài sản hữu hình

+ *Xây dựng các khung giá chuẩn làm cơ sở cho việc xác định nguyên giá tài sản*

Đối với các loại tài sản, máy móc thiết bị sẵn có trên thị trường, Bộ Tài chính cần xây dựng hệ thống khung giá chuẩn hoặc một trang Web có cơ sở dữ liệu chính thức cập nhật thường xuyên về giá cả của các loại máy móc thiết bị đó làm cơ sở tham chiếu cho việc xác định nguyên giá của các loại tài sản. Giải pháp này nhằm tránh tình trạng một loại máy móc thiết bị có quá nhiều mức giá khác nhau như hiện nay.

+ *Áp dụng phương pháp so sánh giá trị thị trường của tài sản tương đương*

Đối với những tài sản là máy móc, thiết bị, dây chuyền sản xuất cũ, nếu trên thị trường tài sản cũ trong nước lại có sẵn thông tin về các loại tài sản này với các thiết bị tương đương cùng loại, cùng công suất, tính năng hoặc trên thị trường máy mới có tài sản tương đương được mua bán, có cùng tính năng, có cùng hoặc khác công suất nhưng không cùng nước sản xuất thì theo quy định hiện tại khi định giá cũng không được sử dụng thông tin này như là phương pháp so sánh thị trường tương đương. Trong quá trình định giá theo phương pháp tài sản, phương pháp so sánh thị trường là một phương pháp rất hữu dụng, cho độ chính xác khá cao và linh hoạt. Do vậy, để xác định nguyên giá của tài sản, có thể dùng tài sản tương đương để so sánh, xác định lại nguyên giá của tài sản không nhất thiết phải lấy nguyên giá của những tài sản cùng

nước sản xuất mà có thể lấy tại các nước tương đương. Hiện nay, với cơ chế mở cửa, thông tin từ nhiều nguồn, nhiều nước về một loại máy móc thiết bị với mỗi chức năng nhất định rất đa dạng. Cán bộ định giá có thể dùng những nguồn thông tin này và điều chỉnh tài sản so sánh về tài sản cần định giá sẽ giúp cho cán bộ định giá chủ động hơn.

Mặt khác, qui định hiện hành cần thiết bổ sung thêm nội dung xác định giá trị còn lại của tài sản trong trường hợp nguyên giá không xác định được theo giá trị thị trường thì xác định theo mặt bằng giá tài sản cũ tương đương trên thị trường để giảm thiểu về giá trị theo nguyên giá trên sổ kế toán.

Do vậy, việc xác định nguyên giá tài sản hữu hình có thể xử lý theo hướng:

Thứ nhất: Những tài sản tại thời điểm định giá còn có tài sản mới cùng loại mua bán trên thị trường, nguyên giá được xác định trên cơ sở nguyên giá là giá trị thị trường tại thời điểm định giá và chất lượng còn lại của tài sản tại thời điểm định giá.

Thứ hai: Những tài sản tại thời điểm định giá không còn có tài sản mới cùng loại mua bán trên thị trường, nhưng có tài sản tương đương để so sánh, nguyên giá được xác định trên cơ sở nguyên giá là giá thị trường xác định tại thời điểm định giá và chất lượng còn lại của tài sản.

Thứ ba: Những tài sản cũ, lạc hậu, hiện không còn hàng mới cùng loại mua, bán trên thị trường, cũng không có tài sản tương đương để so sánh (không thuộc hai trường hợp trên), nguyên giá được xác định trên cơ sở giá tài sản cũ tương đương trên thị trường tài sản cũ, giá đã được xác định của những tài sản cũ tương đương có cùng công suất, tính năng, chất lượng và thời gian đưa vào sử dụng trên thị trường máy cũ gần thời điểm định giá.

Thứ tư: Những tài sản cũ được phục hồi không thuộc các nhóm trên, không có tài sản tương đương để so sánh, nguyên giá được xác định theo chi phí thực tế phục hồi nguyên trạng theo biên bản của công ty cung cấp có kết hợp so sánh sự hợp lý theo mặt bằng chung của các thiết bị khác trong dây chuyền hay trong phạm vi doanh nghiệp.

b. Hoàn thiện phương pháp định giá tài sản vô hình

Định giá tài sản vô hình là một trong những công việc khó khăn nhất trong lĩnh vực đánh giá. Giá trị của tài sản vô hình góp phần quan trọng trong việc tạo doanh thu lợi nhuận của doanh nghiệp. Giá trị tổng thể tài sản vô hình còn phụ thuộc nhiều nhân tố, cho nên trong chính sách định giá doanh nghiệp trong cổ phần hoá, mới chỉ bước

đầu đưa ra việc tính lợi thế của đất đai theo vị trí địa lý, sau đó sẽ tổ chức bán đấu giá cổ phần và để cho thị trường quyết định. Trên thế giới có rất nhiều nghiên cứu để đo lường phần đóng góp của thương hiệu vào giá trị của cổ đông, trong đó thành công nhất phải kể đến cuộc nghiên cứu “Những thương hiệu mạnh nhất toàn cầu” của Interbrand. Cuộc nghiên cứu đã rút ra kết luận: trung bình, thương hiệu đóng góp một phần ba vào giá trị cổ phiếu. Nhiều trường hợp, thương hiệu có thể nắm hơn 70% giá trị cổ phiếu hoặc có giá trị lớn, chiếm tỷ trọng cao trong tổng giá trị của doanh nghiệp.

+ Xác định lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp

Giá trị lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp là các giá trị các tài sản vô hình nhưng có ý nghĩa rất quan trọng trong việc làm tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp như: bằng phát minh sáng chế, uy tín doanh nghiệp, của thương hiệu, thị trường tiêu thụ sản phẩm, trình độ quản lý doanh nghiệp của đội ngũ lãnh đạo, trình độ tay nghề của người lao động .v.v. như đã được đề xuất tại mục **3.2.2.2. Bổ sung các qui định về định giá tài sản vô hình đặc thù.**

Hầu hết các doanh nghiệp không thể hiện giá trị lợi thế trong sổ sách kế toán của mình do việc xác định giá trị lợi thế là một việc làm khó khăn không chỉ đối với Việt Nam mà còn đối với các nước trên thế giới. Với Việt Nam, do môi trường định giá doanh nghiệp chưa thuận lợi, thị trường biến động thường xuyên, nền kinh tế đang trong quá trình chuyển đổi nên việc xác định giá trị lợi thế là một câu hỏi lớn chưa có lời giải.

Hiện nay, Thông tư số 126 quy định lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp được xác định = Giá trị phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp theo sổ sách kế toán tại thời điểm định giá x (tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn Nhà nước bình quân trong 3 năm trước khi CPH lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm tại thời điểm gần nhất).

Mặc dù vẫn có nhiều điều bất hợp lý trong công thức trên, tuy nhiên, trong điều kiện Việt Nam hiện nay, việc định giá trực tiếp giá trị lợi thế của doanh nghiệp tương đối khó khăn vì công thức trên vẫn nên được sử dụng để tính toán tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch mà từng doanh nghiệp có được trong thời gian trước khi CPH trong tương quan với các doanh nghiệp của toàn bộ nền kinh tế. Tuy nhiên, để tránh cho việc thay đổi lợi nhuận bất thường của DN trong những năm gần CPH ảnh hưởng đến giá trị lợi thế, kiến nghị Bộ Tài chính nên có những xem xét tăng thời gian tính tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn Nhà nước bình quân từ 3 năm trước khi CPH lên 5 năm hoặc cho

phép loại trừ những yếu tố ảnh hưởng đến việc tăng giảm lợi nhuận hoạt động tài chính và hoạt động khác của doanh nghiệp có được trong thời gian tính toán nêu trên.

+ *Định giá lại những tài sản vô hình đã hết khấu hao*

Trong trường hợp tài sản cố định vô hình đã hết khấu hao thu hồi đủ vốn nhưng trong thực tế CPH vẫn tiếp tục sử dụng có hiệu quả, vẫn mang lại thu nhập trong tương lai cho doanh nghiệp, đặc biệt đối với những doanh nghiệp có tỷ trọng giá trị tài sản vô hình lớn cần phải xác định lại giá trị thực tế của tài sản vô hình tại thời điểm định giá doanh nghiệp.

Chuyên gia định giá phải xác định được:

- Danh mục tài sản vô hình cần định giá (đưa vào giá trị doanh nghiệp CPH)
- Phương pháp định giá hiện tại của tài sản vô hình.

Để xác định danh mục tài sản vô hình cần định giá, chuyên gia định giá phải căn cứ và sổ sách kế toán tại thời điểm CPH để tìm tài sản vô hình còn giá trị trên sổ sách và thời điểm trước CPH (một hoặc vài năm trước) để xác định danh mục tài sản vô hình đã hết khấu hao nhưng vẫn còn mang lại dòng thu nhập cho doanh nghiệp trong tương lai.

Để xác định giá trị của tài sản vô hình, đối với tài sản vô hình còn giá trị trên sổ kế toán tạm thời có thể chấp nhận xác định theo giá trị còn lại đang hạch toán trên sổ kế toán như hướng dẫn tại Thông tư 126.

Đối với những tài sản vô hình đã hết khấu hao nhưng mang lại dòng thu nhập trong tương lai cho doanh nghiệp, có thể xác định giá trị theo phương pháp chiết khấu dòng tiền thu nhập trong tương lai. Tuy phương pháp này về lý thuyết có giá trị ưu việt nhưng trên thực tế rất khó có thông tin chính xác về dòng tiền thu nhập trong tương lai cho một doanh nghiệp tạo ra từ toàn bộ tài sản vô hình của doanh nghiệp nói chung và từ từng tài sản vô hình của doanh nghiệp nói riêng. Khắc phục hạn chế này, để thực hiện một cách đơn giản nhất, cán bộ định giá bằng kiến thức và kinh nghiệm của mình cần xác định lại thời gian hữu dụng của từng loại tài sản cố định vô hình, trên cơ sở đó xác định giá trị hiện tại của tài sản vô hình.

Ví dụ: Bằng sáng chế ra một loại sản phẩm của một doanh nghiệp được doanh nghiệp khấu hao trong 10 năm, thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp là năm thứ 12, đã hết khấu hao 2 năm, không còn giá trị trên sổ sách kế toán. Qua nghiên cứu Báo cáo tài chính 1 năm trước và thực tế tình hình kinh doanh hiện tại của doanh nghiệp,

cán bộ định giá cho rằng bằng sáng chế này vẫn còn được sử dụng có hiệu quả và thời gian hữu dụng của tài sản đó ước tính là 15 năm (không phải là 10 năm như doanh nghiệp tự xác định để trích khấu hao nhanh).

Giá trị hiện tại của tài sản vô hình này được xác định như sau:

$$GTHT=NG/TGKH*TGCL \quad (3.1)$$

Trong đó

- GTHT: Giá trị thực tế hiện tại của tài sản vô hình
- NG: Nguyên giá tài sản vô hình lấy theo sổ kế toán
- TGKH: Thời gian khấu hao
- TGCL: Thời gian còn lại.

Trong ví dụ trên, nếu NG = 150 triệu đồng; TGKH = 15 năm; TGCL = 3 năm thì giá trị thực tế hiện tại của tài sản vô hình là bằng phát minh sáng chế là 30 triệu đồng ($150/15*3=30$).

Với cách tính đơn giản như trên tuy cho độ chính xác chưa thật sự cao như phương pháp chiết khấu dòng tiền nhưng tạm thời có thể giúp cán bộ định giá không bỏ sót tài sản vô hình trong quá trình định giá doanh nghiệp, đặc biệt với những tài sản vô hình đã hết khấu hao trên sổ kế toán vẫn còn được đưa vào sử dụng có hiệu quả sau CPH và đối với những doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản vô hình lớn.

3.2.2.3.2. Hoàn thiện phương pháp định giá theo chiết khấu dòng tiền

Phương pháp chiết khấu dòng tiền cho phép xác định chính xác hơn giá trị của các doanh nghiệp đang hoạt động có hiệu quả và có khả năng phát triển trong tương lai, đặc biệt là các doanh nghiệp đang hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ, bảo hiểm, ngân hàng. Để áp dụng phương pháp này thì các doanh nghiệp cần phải xác định các thông tin chủ yếu như: Tỷ suất lợi nhuận 3-5 năm liền kề và dự kiến 5-10 năm trong tương lai, trên cơ sở kế hoạch sản xuất kinh doanh, tỷ lệ tăng trưởng của doanh nghiệp, hệ số rủi ro của doanh nghiệp. Ngoài ra còn phải xác định các thông tin khác như: Tỷ lệ tăng trưởng của ngành, vùng kinh tế, thị phần...; Đây là những thông tin không thể thiếu khi sử dụng phương pháp luồng tiền chiết khấu. Như vậy phương pháp này đòi hỏi rất nhiều dự báo dựa trên kinh nghiệm và trình độ cán bộ định giá. Các dự báo này rất khó kiểm chứng độ tin cậy, chính xác và trung thực trong điều kiện của Việt Nam hiện nay khi hệ thống thông tin cơ sở dữ liệu tham chiếu và trình độ chuyên môn, kinh nghiệm của đội ngũ cán bộ định giá còn nhiều hạn chế. Do vậy,

việc sử dụng phương pháp này dễ dẫn đến sự sai lệch có tính chủ quan do năng lực hoặc cố ý. Theo đó, cần có những giải pháp để khắc phục những tồn tại của phương pháp này.

a. Ước tính chính xác dòng tiền trong tương lai của doanh nghiệp

Để có thể ước tính được chính xác dòng tiền trong tương lai, cần có qui định hướng dẫn doanh nghiệp xây dựng được kế hoạch kinh doanh từ 3-5 năm sau cổ phần hóa đảm bảo được tính sát thực, khả thi, đánh giá chính xác được hoạt động trong tương lai của doanh nghiệp. Luận án đề nghị việc Xây dựng kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp có thể tham khảo và cần được tiến hành như sau:

Phần 1: Đánh giá hiện trạng của Doanh nghiệp

Đánh giá doanh nghiệp ngắn gọn gồm các thông tin:

1. Quá trình hình thành và phát triển, các bước phát triển quan trọng trong lịch sử của doanh nghiệp như hình thành các dòng sản phẩm - dịch vụ hiện nay, các thời điểm mở rộng thị trường hay có được những khách hàng quan trọng, các bước đầu tư mở rộng hoạt động, những thay đổi lớn trong hệ thống quản lý .v.v.

2. Những thành tựu đã đạt được:

- Về bán hàng và marketing: tăng trưởng doanh số, mảng thị trường/khách hàng đạt được, tăng/giảm thị phần .v.v.

- Về vận hành doanh nghiệp: như phát triển nhân lực, công suất sản xuất, hoạt động nghiên cứu và phát triển sản phẩm/công nghệ, hoạt động đầu tư và hiệu quả đầu tư, những phát triển trong hệ thống quản lý doanh nghiệp .v.v.

- Về tài chính: tóm tắt tình hình tài chính của doanh nghiệp bao gồm báo cáo hoạt động kinh doanh, bảng cân đối kế toán, báo cáo dòng tiền, đánh giá các hệ số tài chính của doanh nghiệp.

Phần 2: Giới thiệu sản phẩm, dịch vụ hiện nay của doanh nghiệp

1. Giới thiệu về sản phẩm, dịch vụ hiện nay của doanh nghiệp trong đó giải thích mục đích, đối tượng sử dụng sản phẩm, dịch vụ

2. Chỉ ra được những sản phẩm, dịch vụ cạnh tranh với sản phẩm, dịch vụ của doanh nghiệp trên thị trường

Phần 3: Phân tích thị trường mục tiêu của doanh nghiệp

Được dựa trên độ lớn của thị trường, các phân đoạn của thị trường, hướng phát triển của thị trường, tình hình cạnh tranh và các thông tin về khách hàng.

1. Phân tích thị trường

- Mô tả thị trường mà sản phẩm của doanh nghiệp đang được bán và dịch vụ của doanh nghiệp đang được cung cấp hoặc thị trường doanh nghiệp đang nhắm vào. Phân tích kỹ sự phát triển và phân đoạn của thị trường này (đối với giá bán, chất lượng, kênh phân phối .v.v.). Chỉ ra được sự phát triển của thị trường hoặc mảng thị trường trong suốt thời gian của kế hoạch kinh doanh này.

- Mô tả các kênh bán hàng, cung cấp dịch vụ, các biện pháp quảng cáo đối với mảng thị trường này và những chi phí để phát triển mảng thị trường này.

- Đưa ra những lý giải hấp dẫn của thị trường mục tiêu của doanh nghiệp.

2. Dự kiến độ lớn của thị trường, mức doanh số, thị phần

- Đưa ra những dự đoán về độ lớn của thị trường (khối lượng của từng sản phẩm và dịch vụ bán được và giá bán trong các năm), thị phần mà doanh nghiệp dự kiến đạt được trong kế hoạch kinh doanh.

- Phân tích các trường hợp (cơ bản, tốt nhất, xấu nhất) đối với các dự kiến về thị trường đã đưa ra, do ảnh hưởng từ cạnh tranh, thay đổi chính sách kinh tế.v.v.

3. Phân tích cạnh tranh

- Các đối thủ cạnh tranh chính (hoặc những đối thủ cạnh tranh tiềm tàng trong trường hợp doanh nghiệp định xâm nhập thị trường mới). Phân tích các đối thủ cạnh tranh này qua việc miêu tả sự phát triển, tầm cỡ và những hoạt động của họ.

- Đánh giá điểm mạnh - yếu - cơ hội - thách thức của các đối thủ cạnh tranh.

- Chỉ ra thị phần mà đối thủ cạnh tranh đang nắm giữ và khả năng phát triển của thị phần này.

4. Phân tích khách hàng

- Phân đoạn các loại khách hàng bằng nhu cầu sử dụng sản phẩm, dịch vụ.

- Mô tả các loại khách hàng, chỉ ra lý do và cách thức họ mua sản phẩm, dịch vụ của đối thủ cạnh tranh. Về mức giá, chất lượng sản phẩm, cách thức và mức độ tiếp thị, cách phân phối .v.v. nhằm chiếm lĩnh khách hàng của doanh nghiệp.

- Số lượng khách hàng mua và tỷ lệ mua đối với sản phẩm hay dịch vụ.

Phần 4: Chiến lược và kế hoạch bán hàng

Trên cơ sở những thông tin về tính chất và cách tiếp cận thị trường mục tiêu, mục tiêu số lượng bán, giá bán và doanh số, chiến lược và kế hoạch bán hàng cần được xây dựng sao cho phù hợp với thị trường và đạt được mục tiêu dự kiến.

- Đưa ra chiến lược sản phẩm (ví dụ như phát triển các dòng sản phẩm – dịch vụ có nhiều tiềm năng, giảm bớt những dòng sản phẩm, dịch vụ không hiệu quả v.v.), chiến lược giá (ví dụ như xây dựng mức giá của sản phẩm đã có vị trí trên thị trường.v.v.), chiến lược vị thế thị trường (như xác định kênh bán hàng phù hợp và tạo thuận lợi cho người sử dụng, phát huy tối đa năng lực hiện có, tạo ra sự khác biệt với các đối thủ cạnh tranh .v.v.), chiến lược tiếp thị (như cách thức tiếp thị mới phù hợp với sự thay đổi về sự quan tâm của khách hàng đối với sản phẩm, dịch vụ).

- Tất cả những chiến lược trên cần được chi tiết về cách thực hiện, chi phí thực hiện. Dự kiến về số lượng bán hàng, giá bán, doanh số và chi phí bán hàng dự kiến này sẽ là số liệu đầu vào của phần Kế hoạch tài chính.

Phần 5: Năng lực cung cấp sản phẩm - dịch vụ

Nhằm đánh giá năng lực và xây dựng kế hoạch về hoạt động hệ thống phân phối sản phẩm - dịch vụ, các bộ phận dịch vụ hỗ trợ.

- Mô tả quy trình cung cấp sản phẩm - dịch vụ với các thông số như vị trí, độ lớn, công nghệ, công suất trong quá khứ, hiện tại và tương lai để giúp doanh nghiệp thấy được tiềm năng và hạn chế về năng lực cung cấp sản phẩm - dịch vụ đáp ứng cho những dự kiến phát triển thị trường để xác định nhu cầu và khả năng đầu tư mở rộng.

- Trình bày về những nguồn sản phẩm, hàng hóa chính mà doanh nghiệp đang sử dụng để có thông tin về giá và dự kiến thay đổi về giá, chính sách tồn kho và chính sách tín dụng có được từ nhà cung cấp .v.v.

- Tóm tắt về cách vận chuyển và phân phối hàng hóa dự kiến chi phí cho việc này. Tóm tắt về những chi phí gián tiếp và số chi phí dự kiến.

- Tất cả các số liệu dự kiến về công suất, chi phí trong phần này sẽ là thông số đầu vào trong phần Kế hoạch tài chính.

Phần 6: Cơ cấu tổ chức, kế hoạch nhân sự và cơ cấu quản lý

1. Cơ cấu tổ chức và đội ngũ nhân lực

- Lập sơ đồ cơ cấu tổ chức hiện tại
- Trình bày số lượng nhân sự tại các phòng ban, xí nghiệp hiện có
- Đánh giá năng lực, trình độ, kinh nghiệm và tay nghề của cán bộ tại các phòng ban, đơn vị trực thuộc.

2. Đội ngũ quản lý

- Giới thiệu đội ngũ quản lý và vai trò vị trí của từng thành viên

- Lập sơ đồ cơ cấu quản lý hiện tại và dự kiến từ đó chỉ ra những vị trí còn quan trọng còn bị bỏ trống và hướng giải quyết. Trường hợp phải thuê người vào vị trí quản lý cấp cao, những chi phí này phải được dự kiến và sẽ là thông số đầu vào cho phần Kế hoạch tài chính.

3. Kế hoạch nhân sự

- Xác định nhu cầu dự kiến đồng thời chỉ ra những hướng thực hiện như tuyển thêm, đào tạo nâng cao tay nghề, chi phí cho việc tuyển thêm, đào tạo. Những chi phí này sẽ là thông số đầu vào cho phần Kế hoạch tài chính

- Tóm tắt chi phí lao động liên quan đến sản xuất và vận hành cho từng năm dưới dạng các loại chi phí trực tiếp và gián tiếp .v.v.; Những chi phí này sẽ là những thông số đầu vào cho phần Kế hoạch tài chính.

Phần 7: Kế hoạch đầu tư

Từ những yêu cầu của việc phát triển kinh doanh, xác định các yêu cầu đầu tư và danh mục đầu tư: Xây dựng cơ cấu vốn và xác định các nguồn vốn với những tiêu chí đầu tư; Tính toán và phân tích hiệu quả đầu tư.

Phần 8: Kế hoạch tài chính

Đây là phần rất quan trọng liên quan đến dự báo dòng tiền và lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai. Kế hoạch tài chính được xây dựng dựa trên những dự kiến cung cấp sản phẩm – dịch vụ, chi phí, kế hoạch đầu tư ... của các phần trên.

Kế hoạch tài chính nên được xây dựng cho từng tháng trong năm đầu của kế hoạch kinh doanh và từng quý cho các năm sau đó. Kế hoạch tài chính cũng nên được xây dựng và cụ thể hóa bằng bảng biểu.

1. Các giả định tài chính: Tóm tắt các giả định về lượng hàng bán, dịch vụ cung cấp, giá thành sản phẩm- dịch vụ, giá bán, doanh thu, các chi phí (bao gồm cả các chi phí khấu hao, chi phí lãi vay...) đã đưa ra ở các phần trên. Xác định những giả định về nguồn vốn, chi phí vốn và nhu cầu vốn lưu động, nhu cầu vốn đầu tư.

2. Báo cáo hoạt động kinh doanh dự kiến: được trình bày và tính toán các số liệu trong giả định tài chính. Bao gồm các chỉ tiêu tài chính như doanh số, chi phí, lãi từ hoạt động kinh doanh, lãi từ hoạt động tài chính, tổng lãi trước thuế, lãi sau thuế của các năm trong thời gian của kế hoạch kinh doanh.

3. Báo cáo dòng tiền dự kiến: Cần xây dựng dòng tiền dự kiến cho từng tháng của các năm đầu hoặc dài hơn trong kế hoạch kinh doanh. Thực tế cho thấy, phần lớn

các doanh nghiệp gặp khó khăn trong hoạt động kinh doanh là do không kiểm soát được dòng tiền.

4. Bảng cân đối kế toán: Bảng cân đối kế toán cần được xây dựng dựa trên bảng cân đối kế toán của năm trước và có liên kết chặt chẽ với báo cáo hoạt động kinh doanh và báo cáo dòng tiền.

5. Phân tích độ nhạy: Đưa ra các trường hợp làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của Doanh nghiệp, thể hiện những ảnh hưởng đó trong các con số tài chính (ví dụ như phần trăm tăng/phần trăm số lượng bán, giá bán, chi phí...). Trình bày những thay đổi của các kết quả tài chính theo các giả định và xác định điểm hòa vốn khi có thay đổi về số lượng bán, giá bán, chi phí.

- Phân tích các chỉ số tài chính: Đánh giá các chỉ số tài chính từ các tính toán trên bao gồm: lãi thuần, tỷ lệ lãi thuần trên tổng tài sản, tỷ lệ lãi thuần trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ cổ tức... cho tất cả các năm của kế hoạch kinh doanh để chỉ ra xu hướng phát triển của doanh nghiệp và so sánh với doanh nghiệp tương tự trong ngành để chỉ ra những khác biệt và lưu ý cần thiết

Phần 9: Kết luận

Đưa ra kết luận cho toàn bộ kế hoạch kinh doanh

Trên cơ sở kế hoạch kinh doanh đã được xây dựng, đặc biệt là các báo cáo, chỉ tiêu trong phần kế hoạch tài chính như doanh thu, chi phí, lợi nhuận, dòng tiền sẽ là cơ sở xác định dòng tiền thuần trong tương lai để tiến hành định giá theo phương pháp dòng tiền chiết khấu.

b. Ước tính chính xác lãi suất chiết khấu

+ *Ước tính dựa trên các thông tin sẵn có*

Việc ước tính chính xác lãi suất chiết khấu trong phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền trong điều kiện Việt Nam hiện nay là tương đối khó khăn. Tuy nhiên, ta có thể ước tính lãi suất chiết khấu một cách tương đối qua các phương án sau:

Phương án 1: Theo quy định tại thông tư 126/2002/TT-BTC thì tỷ lệ chiết khấu được xác định theo công thức:

$$K = R_f + R_p \quad (3.2)$$

Trong đó:

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 phụ phí rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu của các doanh nghiệp ở Việt Nam.

Có thể ước tính lãi suất chiết khấu dựa trên các yếu tố dễ xác định như:

- Nếu thị trường đã có giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp tương tự thì có thể dùng lãi suất chiết khấu của doanh nghiệp này để làm lãi suất chiết khấu cho doanh nghiệp cần định giá.
- Do tỷ lệ R_p phụ phí rủi ro không xác định được chính xác bằng hệ số β nên ta tạm phân loại theo các nhóm sau:
 - + Nhóm công ty có mức độ rủi ro trung bình: $\beta =$ rủi ro chung của thị trường $= 1$
 - + Nhóm công ty có mức độ rủi ro thấp: $\beta < 1$
 - + Nhóm công ty có mức độ rủi ro cao: $\beta > 1$

Trên cơ sở từng mức độ rủi ro cụ thể ta có thể ước lượng hệ số β một cách cụ thể hơn.

Phương án 2: Ta có thể ước tính lãi suất chiết khấu K theo cách:

$$K = R_s + R_n \quad (3.3)$$

Trong đó:

R_s Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu đầu tư vào một doanh nghiệp cùng ngành nghề với doanh nghiệp được định giá ở nước A.

R_n Tỷ lệ phụ phí rủi ro quốc gia khi đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp ở Việt Nam so với việc đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp ở nước A.

Ví dụ: để dễ xác định tỷ lệ chiết khấu K của một doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất điện của Việt Nam, ta có thể xác định:

R_s Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu đầu tư vào một doanh nghiệp sản xuất điện của Trung Quốc.

R_n Tỷ lệ phụ phí rủi ro quốc gia khi đầu tư vào cổ phiếu của các doanh nghiệp ở Việt Nam so với việc đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp ở nước Trung Quốc.

Theo số liệu thống kê của Hãng kiểm toán PWC và Morgan Stanley về các nhà sản xuất điện vừa và nhỏ tại Trung Quốc, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu vào khoảng 12,8%, như vậy R_s có thể lấy giá trị 12,8% (1).

R_n có thể được xác định theo cách như sau:

Dựa trên cơ sở dữ liệu về phần bù rủi ro quốc gia giữa các nước được thu thập trên cơ sở dữ liệu của Hãng tư vấn đầu tư chứng khoán toàn cầu Goldman Sachs – Mỹ. Chi tiết một số quốc gia được tổng hợp theo bảng dưới đây:

Bảng 3.1: Cơ sở dữ liệu về phần bù rủi ro quốc gia

Quốc gia	Phân loại dài hạn	Lãi suất tiêu biểu	Phần bù rủi ro quốc gia
Mỹ	Aaa	6,2%	0,00%
Việt Nam	B1	11,6%	4,80%
Trung Quốc	A3	8,05%	0,98%
Malayxia	Baa3	7,85%	1,50%
Thái Lan	Ba1	9,60%	2,60%

(Nguồn: Báo cáo đánh giá rủi ro – 2005, Goldman Sachs – Mỹ)

Như vậy, $R_n =$ Phần bù rủi ro quốc gia của Trung Quốc - Phần bù rủi ro quốc gia của Việt Nam = 4,8% - 0,98% = 3,82% (2).

Từ (1) và (2) ta có $K = 12,8 + 3,82 = 16,62\%$

c. Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm

Tổ chức định mức tín nhiệm (Credit Rating Agency - CRA) là một tổ chức trung gian hoạt động độc lập chuyên về đánh giá rủi ro của các ngành kinh tế cũng như các chương trình đầu tư của chính phủ. Đối tượng đánh giá của CRA là các tổ chức tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, các định chế tài chính phi ngân hàng, doanh nghiệp sản xuất kinh doanh lớn, có niêm yết trên thị trường chứng khoán, các tập đoàn - tổng công ty Nhà nước, doanh nghiệp Nhà nước lớn.

Việc đánh giá, xếp hạng tín dụng cũng như xếp hạng rủi ro của CRA giúp cho các ngân hàng thuận lợi khi thẩm định các dự án cho vay, giảm thiểu rủi ro vốn. Đối với các nhà đầu tư, dựa trên các kết quả CRA mang lại, các nhà đầu tư có công cụ để thẩm định, dự báo tình hình phát triển của doanh nghiệp, chấm điểm doanh nghiệp, định giá cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư.

Hiện nay, tất cả các nước trong khu vực (trừ Lào, Campuchia) đều đã thiết lập CRA trên dưới 15 năm. Khối ASEAN cũng đã thành lập Diễn đàn các doanh nghiệp

CRA như một tổ chức doanh nghiệp ngành nghề của các nước Đông Nam á. Còn ở Việt Nam, CRA mới đang ở giai đoạn đề cương. Việc thành lập các công ty định mức tín nhiệm là cần thiết. Tuy nhiên, vì còn thiếu kinh nghiệm trong việc phát triển hệ thống dịch vụ tài chính, cho nên, trước mắt, Việt Nam nên thành lập công ty định mức tín nhiệm dưới hình thức liên doanh với một công ty định mức tín nhiệm hàng đầu thế giới, hoặc xây dựng theo mô hình công ty cổ phần, huy động được đa số cổ đông, đảm bảo được yêu cầu khách quan, trung thực của một CRA. Đặc biệt, với mô hình công ty cổ phần, công ty vẫn có thể huy động được nguồn nhân lực nước ngoài thông qua các cổ đông chiến lược là các CRA có tiếng trên thế giới, từ đó tận dụng được kinh nghiệm và trình độ của họ. Nhưng trước hết, để thành lập CRA đòi hỏi Nhà nước phải có những quyết định mang tính tạo lập thị trường như yêu cầu DNNN quy mô lớn buộc phải được đánh giá xếp hạng, ưu đãi cho những doanh nghiệp có mức xếp hạng cao (như ở Thái Lan).v.v.

d. Xây dựng hệ thống thống kê hoàn chỉnh về các ngành cụ thể

Việc xây dựng hệ thống các báo cáo thống kê về báo cáo tài chính, báo cáo chi phí - thu nhập, các chỉ số tài chính đánh giá hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thuộc ngành cụ thể trong nền kinh tế sẽ là những tài liệu vô giá trong việc tổng hợp và phân tích để đưa ra các tỷ lệ chiết khấu, giả định của phương pháp dòng tiền chiết khấu, là những khó khăn tạm thời hiện nay trong việc áp dụng phương pháp này.

Các thông tin thống kê này hiện nay đang được các tổ chức nước ngoài cung cấp, nhưng chi phí cho việc mua thông tin đối với một doanh nghiệp Việt Nam khá đắt. Do đó, Việt Nam cần từng bước xây dựng các thông tin trên nhằm tạo điều kiện khả thi cho việc áp dụng phương pháp định giá doanh nghiệp theo dòng tiền chiết khấu nói riêng, các phương pháp giá so sánh, phương pháp hệ số nói chung - là những phương pháp được sử dụng rất phổ biến trong các thị trường tài chính phát triển.

e. Hoàn thiện phương pháp DCF khi xem xét các yếu tố có liên quan đến TSCĐ vô hình

Hiện nay ở Việt Nam khi xác định giá trị doanh nghiệp để cổ phần hoá đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ như ngân hàng, bảo hiểm, tư vấn... áp dụng theo phương pháp dòng tiền chiết khấu (DCF). Theo phương pháp này giá trị của các doanh nghiệp có tài sản vô hình lớn được xác định dựa trên tỷ lệ tăng trưởng bình quân của lợi nhuận sau thuế trong quá khứ, tỷ lệ ước tính lợi nhuận sau

thuế để chia cổ tức, lãi suất trả trước của trái phiếu chính phủ, giá trị quyền sử dụng đất đối với diện tích đất được giao và một số yếu tố khác.

Phương pháp DCF đã tính đến khả năng sinh lợi trong tương lai của doanh nghiệp nhưng vẫn chưa thể xác định một cách tin cậy giá trị tài sản vô hình của những doanh nghiệp lớn, hoạt động có uy tín trên thị trường.

Giá trị của tài sản vô hình là một hàm số của các dòng lợi nhuận trong tương lai được qui về giá trị hiện tại. Vấn đề khó khăn là ở chỗ làm sao để có thể bóc tách được nguồn lợi nào của doanh nghiệp là do tài sản vô hình nào mang lại. Trên thế giới hiện nay có ba phương pháp chính để xác định giá trị của tài sản vô hình:

+ Phương pháp chi phí: Xác định giá trị của tài sản vô hình bằng cách lượng hoá lượng tiền cần thiết để thay thế những dịch vụ mà tài sản đó có thể mang lại trong tương lai. Phương pháp này dựa trên giả định rằng chi phí để mua hay phát triển một tài sản vô hình mới là tương đương với giá trị kinh tế của những dịch vụ mà tài sản hiện tại của doanh nghiệp mang lại. Ví dụ để xác định giá trị của một khẩu hiệu của sản phẩm hay thương hiệu (slogan) chúng ta cần xác định lượng chi phí mà doanh nghiệp phải bỏ ra cho quảng cáo, tiếp thị để người tiêu dùng có thể nhớ tới sản phẩm và doanh nghiệp trong trường hợp không có khẩu hiệu nói trên. Theo phương pháp này những khẩu hiệu được đánh giá là thành công như “*Thời trang và hơn thế nữa*” của Triumph, hay “*Luôn luôn lắng nghe, luôn luôn thấu hiểu*” của Prudential có giá trị rất lớn. Quả thực nếu không có những slogan để nhớ và ấn tượng như vậy, chi phí cho quảng cáo, tiếp thị sản phẩm của những hãng kể trên sẽ tăng thêm rất nhiều. Và phần tăng thêm đó chính là giá trị của tài sản vô hình slogan mà doanh nghiệp có.

+ Phương pháp thu nhập: Tập trung vào việc xác định khả năng tạo ra thu nhập của những tài sản vô hình mà doanh nghiệp sở hữu. Đây chính là phương pháp dòng tiền chiết khấu mà bộ tài chính quy định dùng để xác định giá trị của các doanh nghiệp nhà nước hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ. Phương pháp này được áp dụng để xác định giá trị của tài sản vô hình là thương hiệu và giúp tính ra giá trị của thương hiệu không chỉ phù hợp với các nguyên lý tài chính hiện nay mà còn có thể dùng nó để so sánh với tất cả tài sản khác của doanh nghiệp. Vì vậy giờ đây nó được đề cập và chấp nhận rộng rãi nhất. Tài sản vô hình được định giá bằng cách xác định thu nhập trong tương lai có thể kiếm được nhờ tài sản đó, sau đó qui số tiền này về giá trị hiện tại bằng cách sử dụng lãi suất chiết khấu (lãi suất chiết khấu phản ánh mức độ rủi ro

của số tiền lãi trong tương lai). Phương pháp “thu nhập” do Interbrand đề ra năm 1988 và đã trở thành hệ phương pháp được thừa nhận rộng rãi nhất, được áp dụng ở hơn 3.500 cuộc định giá trên toàn thế giới. Phương pháp này dựa trên những nguyên tắc cơ bản của marketing và tài chính. Theo lý thuyết tài chính quốc tế, dòng tiền mặt được chiết khấu (discounted cash flow) và giá trị hiện tại ròng (net present value - NPV) của thu nhập trong tương lai là những khái niệm thích hợp để đo lường giá trị của bất kì loại tài sản nào. Sau đây là năm bước tiến hành để định giá thương hiệu theo phương pháp thu nhập

1. *Phân khúc thị trường* – Thương hiệu ảnh hưởng đến sự lựa chọn của người tiêu dùng, song có sự khác biệt ở mỗi thị trường. Thị trường của thương hiệu được chia thành nhiều nhóm khách hàng tương đối đồng nhất với nhau theo những tiêu chuẩn như sản phẩm hay dịch vụ, kênh phân phối, bằng sáng chế, khu vực địa lí, khách hàng hiện tại và khách hàng mới v.v... Thương hiệu được định giá theo mỗi phân khúc và tổng giá trị của các phân khúc sẽ cấu thành tổng giá trị của thương hiệu.

2. *Phân tích tài chính* – Tiếp theo bước 1, ở mỗi phân khúc, xác định và dự báo doanh thu, thu nhập từ các TSVH có được nhờ thương hiệu. Khoản thu nhập vô hình bằng doanh thu thương hiệu trừ đi chi phí hoạt động, các khoản thuế liên quan và lãi vay. Có thể nói khái niệm này cũng giống như khái niệm lợi nhuận về mặt kinh tế.

3. *Phân tích nhu cầu* – Chỉ số “Vai trò của xây dựng thương hiệu” thể hiện % đóng góp của thu nhập vô hình có được nhờ thương hiệu. Nó được tính bằng cách xác định những nhánh nhu cầu khác nhau của việc kinh doanh dưới cùng thương hiệu, sau đó đo lường mức độ ảnh hưởng của thương hiệu. Thu nhập của thương hiệu bằng chỉ số “Vai trò của xây dựng thương hiệu” nhân với thu nhập vô hình.

4. *Tiêu chuẩn cạnh tranh* – Phân tích những thế mạnh và điểm yếu của thương hiệu nhằm xác định Lãi suất khấu trừ thương hiệu (lãi suất này phản ánh độ rủi ro của thu nhập kỳ vọng trong tương lai có được nhờ thương hiệu), được đo lường bởi “Điểm số sức mạnh thương hiệu”. Để có được kết quả này, người ta kết hợp xem xét các tiêu chuẩn cạnh tranh và tập hợp kết quả đánh giá về thị trường của thương hiệu, mức độ ổn định, vị trí lãnh đạo, xu hướng phát triển, hỗ trợ, độ phủ thị trường v.v...

5. *Tính toán giá trị thương hiệu* – Giá trị thương hiệu là giá trị hiện thời (NPV) của thu nhập dự đoán có được nhờ thương hiệu, bị khấu trừ bởi Tỷ lệ khấu trừ thương hiệu. Kết quả NPV không chỉ rút ra ở thời điểm dự đoán mà còn ở thời điểm

xa hơn nữa để có thể phản ánh khả năng tạo ra nguồn thu nhập liên tục trong tương lai của thương hiệu.

+ *Phương pháp thị trường*: xác định giá trị của TSVH bằng cách so sánh tài sản đó với giá của một tài sản khác tương đương được mua bán trên thị trường. Trên thực tế phương pháp này được coi là rất hiệu quả và xác định một cách khá chính xác giá của tài sản vô hình. Ví dụ công ty máy tính Dell có thể xác định giá trị tài sản vô hình của mình dựa trên cơ sở giá của công ty Compaq đã được xác định khi sáp nhập vào công ty HP, điều chỉnh theo thị phần của từng công ty trên thị trường, tỷ suất lợi nhuận, và một số nhân tố khác. Phương pháp này được sử dụng đặc biệt rộng rãi trong thời kỳ suy thoái kinh tế, khi một loạt các công ty được mua bán và sáp nhập.

Tuy nhiên phương pháp thị trường có một hạn chế là không phải lúc nào doanh nghiệp cũng có thể tìm được một tài sản vô hình tương đương với tài sản vô hình của mình được trao đổi trên thị trường. Vấn đề này lại càng khó khăn ở Việt Nam khi mà số lượng giao dịch mua bán công ty cũng như các tài sản vô hình ít, giá trị của các tài sản được giao bán nhiều khi được xác định dựa trên các yếu tố phi thị trường, và vấn đề tìm hiểu thông tin về các giao dịch mua bán công ty, thương hiệu cũng như các tài sản vô hình khác là rất khó khăn. Tuy nhiên, phương pháp này cũng có thể được sử dụng kết hợp với các phương pháp khác ở Việt Nam nhằm xác định một cách chính xác hơn giá của các tài sản vô hình. Lấy ví dụ, trong điều kiện rất nhiều doanh nghiệp nhà nước đang được cổ phần hóa như hiện nay, việc xác định giá trị vô hình của các công ty lớn, hoạt động hiệu quả, có uy tín trên thị trường có thể dựa trên giá thị trường của các công ty có những đặc điểm tương tự về giá trị gia tăng, vị thế, quy mô, thị phần cũng như các yếu tố vô hình khác đã được cổ phần hóa.

3.2.2.4. Kết hợp các phương pháp định giá doanh nghiệp khác nhau

Theo thông lệ quốc tế, doanh nghiệp là một tổ chức sống, luôn vận động nên thông thường khi định giá doanh nghiệp, nhóm phương pháp định giá trên cơ sở kết quả kinh doanh được ưa chuộng và sử dụng nhiều hơn. Tuy nhiên, nếu nhóm phương pháp trên cơ sở kết quả kinh doanh không thể áp dụng một cách có hiệu quả thì nhóm phương pháp định giá dựa trên thị trường như: phương pháp tài sản hoặc phương pháp so sánh có thể được sử dụng để xác nhận lại kết quả định giá hoặc thay thế hoàn toàn nhóm phương pháp trên cơ sở kết quả kinh doanh. Sự kết hợp giữa các phương pháp với nhau cần được áp dụng khi định giá doanh nghiệp.

Định giá doanh nghiệp phụ thuộc vào các giả định, mang tính xét đoán, phụ thuộc vào xu hướng của ngành và nền kinh tế nên việc định giá thường đưa ra kết quả là một khoảng giá trị dựa trên các phân tích về độ nhạy hoặc phụ thuộc vào việc áp dụng các phương pháp định giá khác nhau. Theo đó, việc kết hợp các phương pháp định giá khác nhau sẽ giúp việc xem xét giá trị của doanh nghiệp được định giá một cách toàn diện hơn. Sự kết hợp giữa các phương pháp thể hiện một số ưu việt trên cả phương diện lý luận và thực tiễn:

+ Thứ nhất: Việc định giá doanh nghiệp có thể được đặt ra trên các giác độ lợi ích khác nhau. Mỗi nhà đầu tư có thể lựa chọn được một hoặc nhiều phương pháp nào đó thích hợp với mình. Song, cuối cùng, nó cũng phải phục vụ cho một cuộc giao dịch thực sự để chuyển đổi hoặc mua bán doanh nghiệp. Do vậy, cần phải tìm ra một giải pháp có tính chất dung hòa về mặt lợi ích để đảm bảo cho hoạt động giao dịch diễn ra thành công. Và một trong những cách dung hòa, làm cho các bên đàm phán xích lại gần nhau, đó là thực hiện sự kết hợp giữa các phương pháp với nhau.

+ Thứ hai: Những ưu điểm và hạn chế của mỗi phương pháp không chỉ thể hiện trên giác độ về mặt lợi ích của doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư, mà còn ở mặt kỹ thuật của từng phương pháp. Do vậy, để phù hợp với thực tiễn công tác định giá, các nhà đầu tư có thể lựa chọn được phương pháp nào đó thích hợp. Tuy nhiên, phương pháp đưa ra nhiều khi cũng không thể hiện được tính thuyết phục và ưu việt hơn hẳn so với các phương pháp khác. Những trường hợp đó thường là tại những doanh nghiệp có quy mô lớn, cơ cấu cổ phần phức tạp, những lợi thế và bất lợi thế đan xen lẫn nhau trên nhiều mặt, làm cho các chuyên gia phải băn khoăn trước sự lựa chọn các phương pháp định giá.

+ Thứ ba: Việc sử dụng nhiều phương pháp định giá và xem xét sự kết hợp giữa chúng với nhau còn giúp các chuyên gia có những đánh giá khách quan trên các giác độ lợi ích khác nhau để nhìn nhận về giá trị doanh nghiệp. Do vậy, luận án cho rằng, đó cũng là một giải pháp tích cực để các nhà đầu tư và cơ quan có thẩm quyền tham chiếu trong quá trình xác định giá trị các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay.

a. áp dụng phương pháp kết hợp.

Phương pháp kết hợp thông thường là lấy trung bình cộng có trọng số của các phương pháp được đưa ra lựa chọn, còn gọi là “*Ma trận định giá*”. Dưới đây là ví dụ về Ma trận định giá có tính minh họa cho các chuyên gia khi định giá doanh nghiệp.

Theo thống kê tham khảo của Hãng Đầu tư Tài chính Merrill Lynch về trọng số và tỷ lệ của các phương pháp định giá khác nhau áp dụng cho các ngành nghề kinh doanh khác nhau:

Bảng 3.2: Định giá doanh nghiệp theo phương pháp kết hợp

Thương mại/dịch vụ		Sản xuất/	Công ty quan trọng	
Nhỏ	Trung bình	Công nghiệp trung bình	Thương mại, dịch vụ	Sản xuất/Công nghiệp
$\frac{4NA+VP}{5}$	$\frac{3NA+VP}{4}$	$\frac{4NA+VP}{5}$	$\frac{2NA+VP+DDM}{4}$	$\frac{2NA+2(VP+DDM+DCF)}{8}$
5	4	5	4	8

Trong đó:

NA: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp giá trị tài sản thuần.

VP: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp hiện tại hóa lợi nhuận.

DDM: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng cổ tức.

DCF: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Sự kết hợp các phương pháp này còn được dựa trên trọng số trên cơ sở thống kê và kinh nghiệm của từng hãng tư vấn định giá thông qua ma trận định giá doanh nghiệp.

Ví dụ: Doanh nghiệp A là loại hình doanh nghiệp Sản xuất quan trọng thông qua các phương pháp định giá kết quả như sau:

NA: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp giá trị tài sản thuần là 120 tỷ

VP: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp hiện tại hóa lợi nhuận là 150 tỷ

DDM: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng cổ tức là 160 tỷ

DCF: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là 170 tỷ

Áp dụng thống kê về trọng số và tỷ lệ cho phương pháp kết hợp kết quả thì:

$$\text{Giá trị doanh nghiệp A} = [2 \times 120 + 2 \times (150 + 160 + 170)] / 8 = 150 \text{ tỷ}$$

b. Các lưu ý cần thiết khi kết hợp các phương pháp

Sự ảnh hưởng của việc lựa chọn các phương pháp cũng như lựa chọn các trọng số làm căn cứ cho sự tính toán giá trị doanh nghiệp là rất lớn. Tuy nhiên, để tạo điều kiện trong việc lựa chọn phương pháp cũng như các trọng số, Luận án cho rằng cần thiết phải đưa ra những lưu ý khi kết hợp các phương pháp như sau:

+ Thứ nhất: Lưu ý cho việc lựa chọn các phương pháp kết hợp với nhau

- Không có cơ sở để hạn chế số lượng các phương pháp được lựa chọn để tính số bình quân. Tuy nhiên, các phương pháp cơ bản như đã trình bày cần được coi là các phương pháp được ưu tiên hàng đầu trong sự lựa chọn.

- Các phương pháp nên được kết hợp với nhau là những phương pháp có thể hỗ trợ cho nhau về những ưu thế và những hạn chế. Ví dụ, phương pháp Tài sản thuần cần phải được kết hợp với các phương pháp thuộc nhóm các phương pháp dựa trên kết quả hoạt động.

- Cần đặc biệt lưu ý về điều kiện, đặc thù áp dụng của các phương pháp định giá đối với mỗi loại hình doanh nghiệp. Khi đó sẽ tăng cường ưu thế và giảm thiểu hạn chế của mỗi phương pháp cho mỗi loại hình doanh nghiệp. Ví dụ: doanh nghiệp dịch vụ, phần mềm, tài chính, ngân hàng bảo hiểm thường áp dụng các phương pháp thuộc nhóm phương pháp dựa trên kết quả hoạt động.

+ Thứ hai: Lưu ý trong việc lựa chọn các trọng số

Nhìn chung, các phương pháp định giá doanh nghiệp, đều lượng hóa giá trị doanh nghiệp dựa trên sự đánh giá về 2 yếu tố tác động, đó là: Các yếu tố hữu hình và vô hình. Mức độ tác động của các yếu tố này đến giá trị doanh nghiệp, tức các khoản thu nhập trong tương lai là không giống nhau. Do đó, trong sự lựa chọn các trọng số, những phương pháp có khuynh hướng đánh giá cao những yếu tố nào thì phương pháp đó sẽ được ưu tiên lựa chọn cho phù hợp với đặc điểm của doanh nghiệp về quy mô cũng như về tính chất ngành hàng kinh doanh. Việc lựa chọn các trọng số cần được xem xét trên các cơ sở sau:

- *Loại hình doanh nghiệp*: Các doanh nghiệp khác nhau về loại hình doanh nghiệp thì trọng số cho mỗi phương pháp cũng khác nhau. Ví dụ các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thì cơ cấu tổ chức, hệ thống quản lý và kiểm soát tốt nên trọng số cho việc áp dụng phương pháp lợi nhuận sẽ cao hơn đối với doanh nghiệp trong nước.

- *Tính chất ngành nghề kinh doanh*: Các doanh nghiệp có tính chất ngành nghề kinh doanh khác nhau thì trọng số cho các phương pháp áp dụng cũng khác nhau, cần chú trọng phân biệt các sản phẩm, dịch vụ vật chất và các sản phẩm, dịch vụ có tính chất vô hình. Ví dụ: các doanh nghiệp tư vấn, kiểm toán, doanh nghiệp kinh doanh chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm... tài sản chủ yếu là nguồn nhân lực, chất xám và

phụ thuộc phần lớn vào uy tín kinh doanh, trình độ quản lý, trình độ kỹ thuật... thì cần phải lấy trọng số cao đối với các phương pháp thuộc nhóm phương pháp dựa trên kết quả hoạt động. Ngược lại, những ngành nào có trị giá các tài sản mà có khả năng chuyển đổi nhanh thành tiền chiếm tỷ trọng cao thì phương pháp giá trị tài sản thuần cần được ưu tiên về trọng số. Vì nó phản ánh một sự thật về giá trị doanh nghiệp, chẳng hạn như các doanh nghiệp sản xuất, chế biến.

- *Xét về quy mô:* Các doanh nghiệp có quy mô lớn, khả năng tồn tại lâu dài, thường là những doanh nghiệp có những năng lực đặc biệt trong việc hoạch định chiến lược kinh doanh. Độ tin cậy trong việc dự báo một chiến lược dài hạn mang nhiều tính hiện thực hơn và vốn, lao động, doanh số cũng cao hơn so với các doanh nghiệp nhỏ. Vì vậy áp lấy trọng số cao đối với các phương pháp trong nhóm phương pháp dựa trên kết quả hoạt động.

+ *Thứ ba:* Lưu ý về chi phí cơ hội và tính khả thi khi áp dụng các phương pháp. Việc áp dụng nhiều phương pháp thì chi phí bỏ ra, các thông tin cần được đáp ứng nhiều hơn; các đòi hỏi về tính khả thi của việc áp dụng cũng nhiều hơn, tính tin cậy và sự đáp ứng về thời gian, tiến độ trong quá trình định giá sẽ tốn nhiều thời gian hơn. Do vậy, việc áp dụng bao nhiêu phương pháp, phương pháp nào, cũng cần được cân nhắc và lựa chọn để đảm bảo tính tối ưu và thực tiễn của các phương pháp được áp dụng.

Phương pháp kết hợp nếu không có sự lựa chọn các phương pháp một cách hợp lý đôi khi cũng không phải là một sự kết hợp hoàn hảo. Tuy nhiên, phương pháp này là một sự bổ sung quan trọng vào hệ thống các phương pháp định giá doanh nghiệp trong tiến trình cải cách DNNN hiện nay nói riêng và trong quá trình học tập kinh nghiệm của quốc tế nói chung, góp phần nâng cao tính tin cậy và giá trị thị trường của doanh nghiệp, đảm bảo và thúc đẩy cho sự chuyển đổi doanh nghiệp ngày càng minh bạch và nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3.2.3. Nhóm giải pháp trong quá trình tổ chức định giá doanh nghiệp

3.2.3.1. Thường xuyên đào tạo cả về chuyên môn và đạo đức nghề nghiệp cho cán bộ tham gia công tác định giá

Phương pháp định giá phù hợp và tối ưu với lượng thông đáng tin cậy cũng không có “giá trị” nếu các cán bộ tham gia công tác định giá không có đủ năng lực chuyên môn cần thiết và đạo đức nghề nghiệp trong quá trình thực thi công việc. Tính

“nghệ thuật” của các phương pháp trong quá trình định giá đòi hỏi cán bộ định giá phải hội tụ hai thứ phẩm chất này. Tuy nhiên việc đưa ra các tiêu thức để đánh giá chuyên môn và đạo đức của cán bộ định giá không hề đơn giản, do vậy Nhà nước cần phải thực hiện tốt vai trò quan trọng của mình trên các mặt:

- Thứ nhất: Tổ chức đào tạo đội ngũ các chuyên gia định giá chuyên nghiệp. Do tính chất đặc thù nghề nghiệp nên cần đặc biệt chú trọng về đào tạo đạo đức nghề nghiệp trước khi đào tạo chuyên môn. Chương trình đào tạo bao gồm các kiến thức về: Lý thuyết đầu tư, tài chính doanh nghiệp, kế toán, kiểm toán, phân tích tài chính, thị trường chứng khoán và một phần nội dung của toán xác suất thống kê.

- Thứ hai: Cần có sự phân chia theo cấp bậc chuyên gia định giá để có các lớp đào tạo chuyên sâu về kiến thức cho từng ngành. Vì thực tế một chuyên gia định giá không thể nắm vững các khía cạnh kỹ thuật phong phú của nhiều ngành nghề.

- Thứ ba: Bên cạnh các tiêu chuẩn về đạo đức hành nghề và các yêu cầu về chuyên môn khắt khe cần đưa ra, Nhà nước có thể cho phép đội ngũ này hành nghề định giá với tư cách cá nhân để chuyên gia cần tự chủ động nâng cao chuyên môn nghiệp vụ và đạo đức nghề nghiệp trong cơ chế thị trường.

3.2.3.2. Xây dựng và ban hành cơ chế quy định về tiêu chuẩn của một tổ chức được chọn để thực hiện việc định giá doanh nghiệp

Nhằm nâng cao tính chuyên nghiệp việc định giá doanh nghiệp trong quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước, Nhà nước đã xoá bỏ cơ chế định giá doanh nghiệp theo cơ chế hội đồng. Điều này hoàn toàn đúng vì trong nền kinh tế thị trường định giá là một nghề. Tính nghề nghiệp đòi hỏi người thực hiện phải có năng lực chuyên môn về nghiệp vụ, về đạo đức, đồng thời để hành nghề phải dựa trên những nguyên tắc, chuẩn mực và phương pháp thống nhất. Đồng thời tổ chức định giá doanh nghiệp phải có đội ngũ những người có trình độ chuyên môn nhất định và có những kinh nghiệm về nghề nghiệp.

Trên thực tế hiện nay, việc chọn và chỉ định các tổ chức vẫn chủ yếu dựa vào định tính, chưa dựa trên những tiêu chuẩn định lượng cụ thể để lựa chọn. Do vậy, trên thực tế có nhiều tổ chức được chọn trong danh sách để thực hiện việc định giá doanh nghiệp chưa thực sự có đủ năng lực chuyên môn và kinh nghiệm về nghề nghiệp để thực hiện 1 cách có hiệu quả và chuẩn xác kết quả định giá của doanh nghiệp. Ngoài ra, còn chưa có cơ chế kiểm tra các đơn vị tham gia thực hiện việc xác định giá doanh

nghiệp như quy trình hoạt động, chất lượng chuyên môn, nhân sự...; Thực chất hiện nay là thả nổi đối với các doanh nghiệp đã được chọn để xác định doanh nghiệp, quả là một vấn đề đáng lo ngại về kết quả định giá của các tổ chức đó.

Để lựa chọn các tổ chức định giá doanh nghiệp phù hợp có năng lực thực sự và đảm bảo tính đúng đắn kết quả trong việc định giá doanh nghiệp là một vấn đề có ý nghĩa quyết định. Muốn vậy cần có cơ chế quy định cụ thể tiêu chuẩn của một tổ chức được chọn để thực hiện việc định giá doanh nghiệp. Cụ thể, tổ chức đó trước hết phải đáp ứng về số lượng chuyên gia có chứng chỉ chuyên môn (như 5 CPA hoặc 5 CFA hoặc 5 VC), có trình độ chuyên môn nhất định, có kinh nghiệm (ít nhất 5 năm hoạt động), có đạo đức nghề nghiệp và mức vốn kinh doanh (ví dụ ít nhất 3 tỷ). Những tổ chức định giá phải đảm bảo đủ những tiêu chuẩn đó, thì tổ chức đó thực hiện việc định giá doanh nghiệp mới có chất lượng và độ tin cậy.

3.2.3.3. Giám sát tổ chức được chọn khi thực hiện định giá doanh nghiệp

Thực tiễn nhiều tổ chức định giá đã tạo “cơ chế” với “đầu vào” là Ban đổi mới và phát triển doanh nghiệp thuộc các bộ, tổng công ty chủ quản của doanh nghiệp được định giá. Việc đấu thầu đấu giá để lựa chọn tổ chức định giá chỉ mang tính hình thức và thông qua các tổ chức định giá đối tác để hoàn thiện thủ tục đấu giá. Không chỉ tạo “cơ chế đầu vào”, một số tổ chức định giá còn tạo “cơ chế đầu ra” như: sau khi được lựa chọn là tổ chức định giá đã thuê lại tổ chức khác với mức phí ít hơn như các doanh nghiệp thuộc Bộ Quốc phòng, thuộc Tổng Công ty Cao Su luôn được định giá bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán TL, khi “trúng thầu” định giá cho Công ty 20 – Tổng cục HC, Công ty Cổ phần Chứng khoán TL thuê lại Công ty Kiểm toán ACC – Việt Nam thực hiện việc định giá doanh nghiệp. Theo đó, cần phải xây dựng một cơ chế giám sát tổ chức được lựa chọn khi thực hiện định giá doanh nghiệp để đảm bảo chất lượng của công việc định giá cũng như tính tin cậy, khách quan của kết quả định giá doanh nghiệp. Ví dụ như: Tuân thủ tiến độ công việc như trong kế hoạch đã thống nhất, nhân sự tham gia công tác định giá như cam kết về kế hoạch nhân sự...

3.2.3.4. Hoàn thiện qui trình đấu giá cổ phần ra thị trường và tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài

Nghị định 187/2004/NĐ-CP quy định đối tượng mua cổ phần lần đầu là: Người lao động trong DN; nhà đầu tư chiến lược; các nhà đầu tư khác. Đối tượng mua cổ phần trong Nghị định này đã được mở rộng hơn, cụ thể các nhà đầu tư nước ngoài

cũng được mua cổ phần và việc mua cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài không hạn chế và tham gia vào cổ đông chiến lược đối với các DN không thuộc danh mục hạn chế tối đa 30% vốn đầu tư. Giá bán cổ phần lần đầu ưu đãi cho lao động trong DN được giảm 40% so với giá đấu bình quân; Giá cổ phần ưu đãi cho các nhà đầu tư chiến lược được giảm 20% so với giá đấu bình quân.

Về phương thức bán đấu giá cổ phần lần đầu:

- Đấu giá trực tiếp tại DN đối với các DN CPH có khối lượng cổ phần bán ra từ 1 tỷ đồng trở xuống (DN tự tổ chức bán đấu giá cổ phần).
- Đấu giá tại các tổ chức tài chính trung gian đối với các DN CPH có khối lượng cổ phần bán ra trên 1 tỷ đồng. Trong trường hợp DN CPH có khối lượng bán ra trên 10 tỷ đồng thì tổ chức bán đấu giá cổ phần tại trung tâm giao dịch chứng khoán để thu hút đầu tư

Về trình tự tổ chức bán đấu giá cổ phần phải thông báo công khai trước khi bán đấu giá tối thiểu 20 ngày tại DN, tại nơi bán đấu giá và trên các phương tiện thông tin đại chúng về thời gian, địa điểm, hình thức bán, điều kiện tham gia, số lượng cổ phần dự kiến bán và các vấn đề khác có liên quan đến việc bán đấu giá cổ phần. Như vậy, với quy định này thì đã chấm dứt kiểu CPH “khép kín”. Thực hiện công khai minh bạch về bán đấu giá cổ phần, thông tin về tình hình tài chính, tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, việc tổ chức bán đấu giá cổ phần đa dạng linh hoạt: đấu giá trực tiếp tại doanh nghiệp do doanh nghiệp tự tổ chức, đấu giá tại tổ chức tài chính trung gian và đấu giá tại trung tâm giao dịch chứng khoán. Hình thức bán cổ phần trên đây một mặt nhằm khắc phục tình trạng cổ phần hoá khép kín nội bộ, mặt khác quan trọng hơn là để vận hành cơ chế công khai minh bạch, tạo các bước đi thích hợp để doanh nghiệp tiến tới tham gia trên thị trường chứng khoán.

Xoá bỏ cơ chế bán cổ phần theo giá sàn cho người lao động trong doanh nghiệp và người trồng, cung cấp nguyên liệu cho doanh nghiệp. Phương thức bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng theo hình thức đấu giá và người lao động được mua ưu đãi với giá ưu đãi xác định trên giá đấu giá. Giá bán cổ phần ưu đãi cho người lao động trong doanh nghiệp được giảm 40% so với giá đấu bình quân. Giá bán cổ phần ưu đãi cho các nhà đầu tư chiến lược được giảm 20% so với giá đấu bình quân. Người lao động có tên trong danh sách thường xuyên của doanh nghiệp tại thời điểm quyết định CPH được mua tối đa 100 cổ phần cho mỗi năm làm việc thực tế. Họ cũng sẽ được hưởng

quyền lợi về bảo hiểm xã hội nếu chuyển sang làm việc tại công ty cổ phần đồng thời được hưởng chế độ hưu trí tại thời điểm CPH và các quyền lợi khác. Trường hợp bị mất việc, thôi việc tại thời điểm CPH, người lao động sẽ được thanh toán trợ cấp mất việc, thôi việc theo quy định của pháp luật.

Tuy nhiên, trong thực tế vẫn còn một số điểm cần hoàn thiện:

a. Nâng cao chất lượng công bố thông tin ra bên ngoài

Theo quy định hiện hành trước khi doanh nghiệp CPH tiến hành buổi đấu giá tiến hành bán cổ phần ra bên ngoài tối thiểu 20 ngày, cơ quan thực hiện bán đấu giá phải công bố thông tin công khai tại doanh nghiệp, tại nơi bán đấu giá và trên phương tiện thông tin đại chúng về thời gian, địa điểm, hình thức bán, điều kiện tham gia, số lượng cổ phần dự kiến bán và các vấn đề liên quan đến việc bán cổ phần. Tài liệu về cuộc đấu giá được tổ chức bán đấu giá cổ phần cung cấp cho nhà đầu tư bao gồm Bản Công bố thông tin về doanh nghiệp cổ phần hóa và Quy chế bán đấu giá cổ phần.

Tuy nhiên, thực tế trong một số đợt bán đấu giá cổ phần đã thực hiện trong thời gian qua vẫn tồn tại những hiện tượng thiếu rõ ràng, minh bạch trong việc công bố thông tin về doanh nghiệp cổ phần hóa và Quy chế bán đấu giá cổ phần.

Theo quy định, các thông tin bắt buộc phải được công bố tương đối đầy đủ, tuy nhiên, khi thực hiện, nhiều bản công bố thông tin của doanh nghiệp bán đấu giá vẫn rất sơ sài, không đầy đủ thông tin quan trọng như báo cáo tài chính 03 năm trước CPH, kế hoạch kinh doanh, kế hoạch đầu tư, kế hoạch sử dụng vốn sau CPH.

Bản thân một số doanh nghiệp tổ chức đấu giá bán cổ phần cũng đã thừa nhận rằng, sở dĩ họ không muốn công khai thông tin về việc đấu giá bán cổ phần vì họ không muốn giá cổ phần được bán đấu giá với giá cao sẽ ảnh hưởng đến mức giá họ mua ưu đãi sau này và bản thân CBCNV trong doanh nghiệp cũng là những nhà đầu tư tham gia thực hiện đấu giá.

Sự bất công và thiếu minh bạch ở các cuộc đấu giá thời gian vừa qua đã làm ảnh hưởng lớn đến quyền lợi các nhà đầu tư, gây thất thoát tài sản của Nhà nước. Các nhà đầu tư không biết về kế hoạch, lịch trình cụ thể về việc bán cổ phần của các doanh nghiệp hoặc được thông báo quá gần thời điểm đấu giá cổ phần. Thông tin cung cấp cho nhà đầu tư không đầy đủ kịp, thời chỉ mang tính đối phó nên không đánh giá đúng được thực trạng của doanh nghiệp, giá cổ phiếu không phản ánh đúng giá trị thực.

Vì vậy, Nhà nước cần quy định rõ ràng và đầy đủ hơn những thông tin và tài liệu bắt buộc phải công bố trong bản công bố thông tin như: Báo cáo tài chính 3 năm trước CPH phải được kiểm toán, biên bản xác định giá trị doanh nghiệp tại thời điểm CPH được thực hiện bởi tổ chức có uy tín, kế hoạch kinh doanh chi tiết của doanh nghiệp 3 năm sau CPH. Bên cạnh đó cần có chế tài xử phạt nghiêm khắc những doanh nghiệp nào không thực hiện theo đúng các quy định này để quá trình đấu giá cổ phần hiện nay được công khai, minh bạch, và công bằng để các nhà đầu tư có thể nắm bắt thông tin được tốt hơn (như phạt 1-5% giá trị cổ phiếu phát hành) và tổ chức nào sẽ để cung cấp thông tin đến các nhà đầu tư phải là chính doanh nghiệp và được giám sát bởi UBCKNN, sở Giao dịch HOSE hoặc HASTC kết hợp với Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính- VAFI, các công ty chứng khoán để có thể bảo vệ quyền, lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư, đồng thời đảm bảo yêu cầu cạnh tranh mang tính thị trường về giá (giảm thiểu sự “làm giá”) để xác định mức giá hợp lý giá trị của cổ phiếu.

b. Tiếp tục cải tiến cơ chế xác định giá bán đấu giá cổ phần

Sau một thời gian cơ chế xác định giá qua đấu giá được thực thi, đã xuất hiện một số bất cập về cách đấu giá. Việc nhà đầu tư đặt giá nào phải mua với giá đó đã tạo nên sự bất bình đẳng giữa các nhà đầu tư vì có người mua với giá đó đã tạo nên sự bất bình đẳng giữa các nhà đầu tư vì có người mua được với mức giá thấp, có người phải mua với mức giá cao với một loại cổ phần. Điều này sẽ gây thiệt thòi đối với những nhà đầu tư có ít kinh nghiệm trên thị trường hoặc thiếu thông tin về đợt đấu giá.

Bên cạnh đó, do có cổ phần sau khi phát hành được bán với nhiều mức giá khác nhau nên việc hình thành thị trường mua đi bán lại sau khi đấu giá sẽ khó khăn. Thông thường, mức giá bình quân trong các đợt đấu giá được coi là giá tham chiếu để làm cơ sở cho các giao dịch thứ cấp, nhưng thực tế, những người phải mua với mức giá cao hơn giá bình quân không dễ dàng gì chấp nhận việc bán lại với giá thấp hơn mức giá đã mua. Đây cũng chính là yếu tố làm hạn chế sự luân chuyển của cổ phiếu.

Cơ chế đấu giá như trên nhiều khi còn tạo ra giá ảo, không thực tế. Qua các đợt đấu giá gần đây cho thấy, những mức giá cao nhất thường được đặt rất cao, chẳng hạn trọng đợt đấu giá cổ phiếu Vinamilk, mức giá cao nhất được đặt mua gấp 10 lần giá khởi điểm trong khi đó khối lượng đặt mua chỉ có 100 cổ phiếu chứng tỏ nếu không phải người đặt lệnh bị nhầm lẫn thì đây cũng là một lệnh không nghiêm túc, cố tình đẩy giá lên cao.

Do đó, để hạn chế những bất cập trên, Bộ Tài chính và đặc biệt là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần xem xét thay đổi lại cách thức xác định giá phát hành bằng cách chỉ xác định một mức giá khớp duy nhất cho toàn bộ đợt đấu giá. Mức giá này là mức giá tại đó số cổ phần được bán hết và nhà đầu tư nào đặt giá cao hơn sẽ được ưu tiên mua trước. Cơ chế xác định giá như vậy sẽ góp phần tạo ra sự công bằng và bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư đồng thời tạo ra mức giá tham chiếu cho các giao dịch thứ cấp sau này.

Với các tập đoàn kinh tế, tổng công ty Nhà nước (bao gồm cả các ngân hàng thương mại Nhà nước) nếu nhất thiết phải chọn nhà đầu tư chiến lược thì cơ quan quyết định CPH báo cáo Thủ tướng Chính phủ quyết định việc tổ chức đấu thầu riêng giữa các nhà đầu tư chiến lược. Giá bán không thấp hơn giá đấu thành công bình quân. Mặt khác, để giảm thiểu sự lợi dụng trong việc đấu giá, dự thảo qui định nếu nhà đầu tư từ chối mua trên 30% số lượng cổ phiếu bán ra thì tổ chức đấu giá tiếp phần từ chối đó; không áp dụng cơ chế chọn thầu cho những nhà đầu tư trả giá thấp hơn như trước.

c. Sửa đổi tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài và đối tác chiến lược

Không hạn chế việc mua cổ phần đối với các nhà đầu tư và xem xét mở rộng tỷ lệ (hơn 30%) cho phép các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ cổ phần. Điều này sẽ tạo ra nguồn cầu rất lớn, quan trọng và cần thiết cho thị trường chứng khoán phát triển.

Cần bổ sung các qui định về cam kết của cổ đông chiến lược phải đầu tư lâu dài, cam kết đầu tư công nghệ, hỗ trợ quản lý. Cần xoá bỏ qui định nhà đầu tư chiến lược trong nước được giảm giá 20% để tạo sự bình đẳng giữa các nhà đầu tư trong việc phát hành cổ phiếu lần đầu. Đồng thời cần phép tổ chức công đoàn tại doanh nghiệp cổ phần hoá được sử dụng nguồn quỹ hợp pháp để mua cổ phần theo giá ưu đãi như đối với người lao động trong doanh nghiệp, mức mua tối đa bằng 3% vốn điều lệ.

3.2.4. Giải pháp giảm thiểu cản trở về pháp lý

Cần cải thiện môi trường pháp lý chung tạo khuôn khổ cạnh tranh bình đẳng giữa doanh nghiệp trước và sau khi định giá để CPH DNNN. Cần tạo môi trường pháp lý, tổ chức, hội nghề nghiệp để trợ giúp các các doanh nghiệp phát triển. Không nên kéo dài bao cấp cho DNNN, thi hành chính sách tài chính bình đẳng với các loại hình doanh nghiệp nhằm tăng tính tự chủ, tính cạnh tranh của doanh nghiệp.

Xây dựng văn bản quy phạm pháp luật phù hợp với xu thế hội nhập kinh tế khu vực và quốc tế. Thực hiện xã hội hoá đầu tư, Nhà nước thoát khỏi vai trò là nhà đầu tư, không cạnh tranh với dân mà hỗ trợ kinh doanh và tạo nhiều nguồn thu cho ngân sách.

3.3. Các điều kiện để thực hiện thành công các giải pháp

3.3.1. Điều kiện với Nhà nước và các cơ quan có liên quan

3.3.1.1. Định hướng ban hành chính sách

Trước đòi hỏi của công tác định giá trong quá trình chuyển đổi doanh nghiệp, Nhà nước cần xem xét ban hành chính sách nhất quán mang tính logic giữa các văn bản pháp qui hướng dẫn thi hành mang tính đồng bộ, tôn trọng qui luật thị trường cho công tác định giá doanh nghiệp như:

+ **Cần mở rộng đối tượng để định giá cổ phần hóa:** Nhà nước cần mở đối tượng cổ phần hoá, ngoài đối tượng qui định trong Nghị định 187, cần mở rộng đối tượng cổ phần hoá bao gồm: Tập đoàn kinh tế, Tổng công ty, Công ty mẹ, Công ty TNHH do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ. Điều kiện cổ phần hoá cũng được qui định rõ theo hướng doanh nghiệp phải còn vốn Nhà nước sau khi xử lý tài chính và đánh giá lại giá trị doanh nghiệp. trường hợp sau khi xử lý tài chính và xác định lại giá trị doanh nghiệp mà giá trị thực tế doanh nghiệp thấp hơn các khoản phải trả thì chuyển sang thực hiện việc bán hoặc giải thể, phá sản.

+ **Bổ sung các chính sách về tổ chức công tác định giá:** Cần qui định cụ thể việc tổ chức định giá cho các loại hình doanh nghiệp làm cơ sở tham khảo và thực hiện. Như việc cổ phần hoá các tổng công ty, trước hết cần làm rõ cách thức tiến hành. Tổng công ty là một tập hợp các doanh nghiệp hạch toán độc lập và phụ thuộc, trong khi đối tượng của cổ phần hoá từ khi thí điểm đến nay chỉ là các DNNN độc lập hoặc doanh nghiệp thành viên tổng công ty hoặc một đơn vị bộ phận của doanh nghiệp độc lập. Vì vậy, việc CPH toàn bộ tổng công ty phải là một quá trình, dần từng bước, gắn liền với quá trình tổ chức lại tổng công ty theo mô hình công ty mẹ-công ty con và tập đoàn kinh tế. Sau khi đã tổ chức lại và chuyển đổi các công ty thành viên hạch toán độc lập mới tiến hành nội dung chính là cổ phần hoá tổng công ty hay công ty mẹ. Như vậy, cơ cấu sau CPH sẽ bao gồm: công ty mẹ được hình thành từ CPH tổng công ty (bao gồm cả các đơn vị phụ thuộc) và được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần. Các công ty con hình thành từ việc tổ chức lại hoặc chuyển đổi công ty thành viên

hạch toán độc lập được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn (một hoặc hai thành viên trở lên) do công ty mẹ sở hữu toàn bộ vốn điều lệ hoặc có cổ phần, vốn góp chi phối. Đối với các liên doanh đã hình thành từ trước khi cổ phần hoá, tùy theo cơ cấu vốn sở hữu của tổng công ty mà trở thành công ty con hoặc công ty liên kết.

Ngoài ra, có thể tính đến một cách thức khác để thực hiện là cổ phần hoá ngay lập tức tổng công ty nhưng không bao gồm các công ty thành viên hạch toán độc lập. Phải loại các công ty thành viên hạch toán độc lập vì sau cổ phần hoá không thể có tình trạng công ty cổ phần là công ty mẹ của doanh nghiệp 100% vốn nhà nước. Cách thức này có tính cấp tiến, rút ngắn thời gian thực hiện song sẽ làm phức tạp việc tính toán giá trị cổ phần hoá và giảm đi các nguồn lực vốn có của tổng công ty.

+ Bổ sung phương pháp định giá được áp dụng: Nhà nước cần ban hành danh mục và hướng dẫn các nhóm phương pháp cơ bản được phép sử dụng để định giá DNNN. Hướng dẫn về mặt nguyên tắc xác định các tham số đối với từng phương pháp đã đưa ra khi sử dụng phương pháp kết hợp. Xây dựng cơ sở dữ liệu cho các loại hình và ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp làm cơ sở cho việc tham chiếu khi thực hiện định giá doanh nghiệp.

+ Cần bổ sung các quy định để xử lý tài chính trước khi CPH như:

- Quy định rõ các chế tài về trách nhiệm của doanh nghiệp trong việc chủ động xử lý theo thẩm quyền và theo quy định của pháp luật những tồn tại về tài chính trước khi xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá và trong quá trình thực hiện chuyển đổi.

- Đến thời điểm quyết định công bố giá trị doanh nghiệp, phải bàn giao cho Công ty Mua bán nợ các tài sản của doanh nghiệp không cần dùng, ứ đọng, chờ thanh lý mà chưa kịp xử lý kịp cũng như các khoản công nợ không có khả năng thu hồi đã loại khỏi giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá.

- Bổ sung quy định tính vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá các khoản đã trả trước cho người cung cấp hàng hoá dịch vụ như tiền thuê nhà, tiền thuê đất, tiền mua hàng, tiền lương.

- Có chế tài bắt buộc các ngân hàng thương mại phải xử lý nợ cho doanh nghiệp CPH đúng với tinh thần quy định tại Điều 12 Nghị định 69/2002/-NĐ-CP về quản lý và xử lý nợ tồn đọng đối với DNNN.

- Bổ sung các quy định khắc phục tình trạng lợi dụng cổ phần hoá làm thất thoát tài sản nhà nước như: doanh nghiệp phải dùng Quỹ dự phòng tài chính và lợi nhuận trước thuế đến thời điểm cổ phần hoá để bù đắp các khoản lỗ tính đến thời điểm doanh nghiệp cổ phần hoá chuyển thành công ty cổ phần. Nếu không bù đắp được thì mới thực hiện các biện pháp xoá nợ ngân sách nhà nước và nợ ngân hàng theo quy định hiện hành của Nhà nước về xử lý nợ tồn đọng. Sau khi áp dụng các giải pháp trên mà doanh nghiệp vẫn còn lỗ thì được giảm trừ vào vốn Nhà nước. Nếu sau khi bù đắp mà còn thừa thì được tính vào vốn nhà nước tại doanh nghiệp CPH.

- Đối với trường hợp doanh nghiệp kế thừa phần vốn góp liên doanh mà liên doanh lỗ theo kế hoạch thì phải tính giá trị vốn góp trên giấy phép đầu tư của liên doanh.

Ngoài những vấn đề chung nêu trên, cần thiết có các quy định đặc thù về xử lý tài chính và bán cổ phần đối với các DNNN lớn, các tổng công ty và nhất là ngân hàng thương mại nhà nước. Chẳng hạn:

- Không nên áp dụng việc thanh lý hợp đồng đối với các tài sản thế chấp của các khách hàng vay tín dụng trước cổ phần hoá.

- Đối với các khoản nợ phải thu mà chủ yếu là các khoản cho vay tín dụng chưa đến hạn phải trả, nhất là tín dụng dài hạn, ngân hàng không thể đơn giản áp dụng các biện pháp thu hồi trước thời điểm cổ phần hoá.

- Để đảm bảo tỷ lệ và quy mô vốn nhà nước tại các ngân hàng sau cổ phần hoá, không nên áp dụng cứng nhắc các biện pháp xử lý nợ như DNNN thông thường (dùng nguồn dự phòng để bù đắp, giảm lãi tại thời điểm cổ phần hoá, trừ vào vốn nhà nước) mà phải có cơ chế để bù đắp cho ngân hàng các khoản nợ xấu, nợ quá hạn với khối lượng lớn từ các khách hàng tín dụng, nhất là khách hàng là khu vực DNNN, là các dự án, công trình trọng điểm quốc gia...; Tương tự, các quy định về xử lý các khoản nợ phải trả trong cổ phần hoá DNNN cũng không phù hợp với cổ phần hoá ngân hàng thương mại, đặc biệt là các khoản tiền gửi của khách hàng.

3.3.1.2. Cải thiện điều kiện về môi trường luật pháp kịp thời

Từ đầu năm 1992, Nhà nước đã tôn trọng khái niệm giá trị doanh nghiệp, thừa nhận phương pháp đánh giá các giá trị vô hình - giá trị về mặt tổ chức, cho phép sử dụng kết quả định giá của các phương pháp này làm căn cứ để xác định các mức ưu tiên phân phối cho người lao động. Tuy nhiên, các phương pháp mà Nhà nước công

nhận còn hạn chế, ảnh hưởng không nhỏ tới kết quả định giá doanh nghiệp. Hơn nữa trong tương lai, khi quy mô giao dịch mở rộng, nhu cầu đánh giá giá trị doanh nghiệp diễn ra một cách thường xuyên, với hai phương pháp đã ban hành sẽ trở nên không phù hợp. Do vậy, Nhà nước cần sớm thừa nhận các nhóm phương pháp đã nêu để đáp ứng nhu cầu của doanh nghiệp chuyển đổi trong quá trình hội nhập. Đồng thời, Nhà nước cũng cần ban hành qui định cụ thể cho việc tính thuế, mức thuế suất chuyển nhượng doanh nghiệp, tăng thu ngân sách quốc gia và cần tăng cường đối thoại với doanh nghiệp, tổ chức có chức năng định giá để kịp thời cải thiện điều kiện về môi trường luật pháp, thúc đẩy và nâng cao chất lượng công tác định giá doanh nghiệp

3.3.1.3. Xây dựng các chuẩn mực hành nghề và chuẩn mực đạo đức cho việc thực hiện công tác định giá doanh nghiệp

Trong nền kinh tế thị trường, định giá doanh nghiệp là một nghề, do vậy việc xây dựng tiêu chuẩn định giá là vấn đề cấp thiết, bởi vì:

- Tăng cường các khuôn khổ pháp lý và quy định cho việc định giá doanh nghiệp ở Việt Nam.
- Phục vụ cho việc tiêu chuẩn hoá thị trường định giá doanh nghiệp nói riêng và định giá giá trị tài sản nói chung.
- Thúc đẩy việc nghiên cứu lý thuyết về định giá doanh nghiệp, công tác đào tạo chuyên gia định giá hiện đại, cũng như hiện đại hoá nghề định giá ở Việt Nam.
- Cơ sở cần thiết cho việc quốc tế hoá khuôn khổ hoạt động nghề định giá của Việt Nam.

3.3.1.4. Xây dựng hướng dẫn riêng cho việc định giá tài sản vô hình như: thương hiệu, giá trị quyền sử dụng đất, lợi thế kinh doanh

Như chúng ta đã biết việc định giá tài sản vô hình như: thương hiệu, giá trị quyền sử dụng đất, lợi thế kinh doanh là khó và đặc thù nên cần có những hướng dẫn riêng, ví dụ như *việc xác định giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị doanh nghiệp*, Nguyên tắc xác định giá trị quyền sử dụng đất cần theo giá thị trường và phân quyền và qui định rõ trách nhiệm của UBND tỉnh, thành phố trong việc qui định và công bố giá trị quyền sử dụng đất để tính vào giá trị của doanh nghiệp trong trường hợp được giao đất để nâng cao tính tự chủ, tự chịu trách nhiệm của cấp tỉnh góp phần đẩy nhanh quá trình định giá doanh nghiệp. Ngoài ra, đối với trường hợp doanh nghiệp trả tiền thuê đất một lần cần tính tiền thuê đất vào giá trị doanh nghiệp. Giá thuê đất được lấy

theo giá tại thời điểm định giá. Trường hợp giao đất, thì giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá bắt buộc phải tính giá trị quyền sử dụng đất và giá trị này phải sát giá chuyển nhượng trên thị trường đúng với tinh thần của Khoản 3 Điều 59 Luật Đất đai mới.

Theo đó, Nhà nước đã ban hành Nghị định số 123/2007/NĐ-CP ngày 27/7/2007 về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 188/2004/NĐ-CP về phương pháp xác định giá đất và khung giá các loại đất. Theo đó, Giá chuyển nhượng quyền sử dụng đất thực tế trên thị trường trong điều kiện bình thường tại một thời điểm xác định là số tiền Việt Nam tính trên một đơn vị diện tích đất theo từng mục đích sử dụng hợp pháp, được hình thành từ kết quả của những giao dịch thực tế đã hoàn thành, mang tính phổ biến giữa người chuyển nhượng và người nhận chuyển nhượng trong điều kiện thương mại bình thường, không chịu tác động của các yếu tố gây tăng hoặc giảm giá đột biến không hợp lý, như: Đâu cơ, thiên tai, dịch hoạ, khủng hoảng kinh tế, tài chính, thay đổi quy hoạch, chuyển nhượng trong tình trạng bị ép buộc, có quan hệ huyết thống hoặc có những ưu đãi và những trường hợp khác do Bộ Tài chính quy định. Căn cứ tình hình cụ thể của thị trường và số liệu đã thu thập, uỷ ban nhân dân cấp tỉnh lựa chọn phương pháp phù hợp trong các phương pháp xác định giá đất tại Nghị định số 188/2004/NĐ-CP và nghị định này để định giá đất tại địa phương. Trường hợp cần thiết có thể kết hợp một số phương pháp xác định giá đất để định mức giá đất cụ thể.

3.3.1.5. Thành lập Hiệp hội Định giá doanh nghiệp Việt Nam

Theo thông lệ tại các nước phát triển trên thế giới, hoạt động định giá doanh nghiệp được thực hiện bởi các tổ chức định giá và nhân viên chuyên nghiệp. Do vậy, những tổ chức và cá nhân đó thường là thành viên của các hiệp hội hành nghề. Các hiệp hội này là cầu nối trung gian để bảo vệ quyền lợi của hội viên, đào tạo cập nhật, giám sát chất lượng hoạt động nghề nghiệp của hội viên và đề xuất với cơ quan chức năng để hoàn thiện hoặc bổ sung các qui định có liên quan tạo điều kiện cho nghề định giá doanh nghiệp phát triển. Do vậy, việc thành lập hiệp hội Định giá doanh nghiệp ở Việt Nam là rất cần thiết, đặc biệt là sau khi Việt Nam đã tham gia Tổ chức Thương mại Thế giới.

3.3.1.6. Sửa đổi qui định về mức phí trả cho tổ chức định giá

Theo qui định hiện hành thì mức phí trả cho các tổ chức định giá thường bó cứng, không phù hợp yêu cầu thực tế đặc biệt là đối với các doanh nghiệp được định

giá là các Tập đoàn, các Tổng công ty. Mức phí cho công tác định giá doanh nghiệp để CPH DNNN theo qui định là khá thấp so với mức của thị trường mà các tổ chức định giá thường làm khi định giá cho các DNNQD nên đã hạn chế đến phạm vi công tác định giá, hạn chế việc áp dụng phương pháp định giá và ảnh hưởng lớn đến kết quả định giá cũng như chất lượng công tác định giá trong thời gian qua. Do vậy Nhà nước cần sửa đổi qui định về mức phí định giá mang tính rộng mở hơn, phù hợp với loại doanh nghiệp. Đây cũng chính là một trong các yếu tố quan trọng để nâng cao chất lượng công tác định giá doanh nghiệp qua tiến trình CPH trong thời gian tới.

3.3.2. Điều kiện với các tổ chức có chức năng định giá doanh nghiệp

3.3.2.1. Tăng cường sự phối kết hợp giữa các tổ chức định giá doanh nghiệp

Hiện nay, trong danh sách các tổ chức được phép thực hiện dịch vụ định giá doanh nghiệp cổ phần hóa (Phụ lục 03 Thông tư 126) có 14 Công ty chứng khoán, Công ty quản lý quỹ, 24 Công ty kiểm toán, 02 Trung tâm Thẩm định giá thuộc Bộ Tài chính và các Ngân hàng đầu tư trong và ngoài nước, Tổ chức tài chính nước ngoài có chức năng định giá hoạt động ở Việt Nam. Tuy nhiên, việc thực hiện dịch vụ định giá DNNN để CPH chủ yếu do các Công ty Chứng khoán và Công ty Kiểm toán thực hiện. Trong quá trình định giá, có những tài sản đặc thù, giá trị lớn mà bản thân các Công ty Chứng khoán hay Công ty Kiểm toán không đủ chuyên môn và kinh nghiệm thẩm định. Để đảm bảo tính chính xác của giá trị tài sản, cần thiết phải thuê các chuyên gia kỹ thuật chuyên ngành thẩm định độc lập. Hiện nay, cả nước chỉ có 02 Trung tâm thẩm định giá của Bộ Tài chính mới có đủ năng lực chuyên môn sâu để thực hiện việc thẩm định tài sản chuyên ngành. Do đó, cần có sự kết hợp giữa các Công ty chứng khoán, Công ty kiểm toán và các Trung tâm thẩm định giá nói trên trong việc xác định giá trị các tài sản hữu hình.

Khó khăn trong quá trình kết hợp giữa các tổ chức nói trên là chi phí thẩm định tương đối cao, từ 0,1-0,3% giá trị tài sản thẩm định trong khi toàn bộ chi phí CPH không được phép vượt quá 400 triệu đồng trong đó chi phí định giá doanh nghiệp thường chỉ chiếm 30% tổng chi phí CPH. Do đó, đối với những DNNN có giá trị tài sản đặc thù, chuyên dụng lớn, Bộ Tài chính cần cho phép tăng chi phí định giá so với mức quy định như hiện nay để đảm bảo tính chính xác của giá trị tài sản.

3.3.2.2. Cần xây dựng tiêu chuẩn lựa chọn một phương pháp

Luận án đã trình bày về hai nhóm phương pháp cơ bản trong hệ thống các phương pháp định giá doanh nghiệp. Mỗi phương pháp thuộc nhóm phương pháp đều có thể phù hợp trong hoàn cảnh này mà không thích hợp ở vào một hoàn cảnh khác.

Phương pháp giá trị tài sản thuần tỏ ra có ưu thế đặc biệt khi định giá các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, các doanh nghiệp không có chiến lược kinh doanh và có cơ sở dự báo tương lai một cách rõ ràng. Nhưng sẽ không phù hợp nếu vận dụng phương pháp tài sản để định giá các doanh nghiệp mà “tài sản hữu hình” không đáng kể, như các công ty tư vấn, công ty kiểm toán, các công ty kinh doanh chứng khoán, ngân hàng và bảo hiểm...; Trên tư cách của nhà đầu tư đa số thì cũng thật khó tìm được một phương pháp nào có thể thay thế được phương pháp chiết khấu dòng tiền, nếu như việc đánh giá lại nhằm vào mục tiêu thu tóm quyền kiểm soát doanh nghiệp.

Sự tồn tại song song của các phương pháp định giá doanh nghiệp qua hàng trăm năm cũng là một sự minh chứng rằng không phải lúc nào các phương pháp cũng có thể thay thế được cho nhau. Những mặt ưu điểm và hạn chế của mỗi phương pháp như đã chỉ ra, tự bản thân chúng đã gợi ý về khả năng vận dụng cho các chuyên gia trong mỗi bối cảnh cụ thể của việc đánh giá giá trị doanh nghiệp. Vậy, một câu hỏi đặt ra là : *Sự lựa chọn phương pháp này hay phương pháp khác, lựa chọn một hay nhiều phương pháp sẽ phụ thuộc vào những yếu tố nào ?* Với ý nghĩa là nhằm tư vấn cho các nhà đầu tư, luận án khẳng định rằng : *Không có một tiêu chuẩn chính xác nào để lựa chọn phương pháp này mà không lựa chọn một phương pháp khác.* Xét về mặt nguyên lý, một phương pháp khả dĩ có thể chấp nhận được là một phương pháp mà khi vận dụng chúng vào thực tiễn nó cho phép làm nổi bật được tính đặc thù của quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Và đặc biệt, nó phải phản ánh được một cách đúng đắn những lợi ích mà doanh nghiệp sẽ mang lại cho nhà đầu tư.

Trên nguyên lý đó, có thể nói rằng, tùy thuộc vào bối cảnh đánh giá cụ thể về doanh nghiệp, tức là phụ thuộc vào khả năng cung cấp thông tin về doanh nghiệp, phụ thuộc vào năng lực của các chuyên gia, các phương pháp cơ bản đã nêu đều có thể được vận dụng và vận dụng tốt vào thực tiễn của hoạt động định giá doanh nghiệp.

3.2.2.3. Tổ chức tọa đàm, trao đổi hội thảo cũng như có kế hoạch đào tạo bồi dưỡng đội ngũ cán bộ

Định giá doanh nghiệp một vấn đề phức tạp không chỉ ở Việt Nam mà ở cả các quốc gia trên thế giới. Đặc biệt đối với Việt Nam, đây là một lĩnh vực còn tương đối mới cả về lý thuyết và thực tiễn. Do vậy việc tổ chức tọa đàm, trao đổi hội thảo cũng như có kế hoạch đào tạo bồi dưỡng đội ngũ cán bộ có đủ trình độ và năng lực chuyên môn là vấn đề cấp thiết.

Thực tế cho thấy đội ngũ cán bộ tham gia công tác định giá doanh nghiệp là tài sản lớn nhất của các trong các tổ chức có chức năng định giá, nó quyết định đến danh tiếng, chất lượng dịch vụ và lòng tin của các doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Việc đào tạo cán bộ có năng lực trình độ sánh ngang với khu vực và quốc tế nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh đặc biệt quan trọng trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế.

3.2.2.4. Tăng cường đào tạo về đạo đức nghề nghiệp cho cán bộ tham gia công tác định giá doanh nghiệp

Song song với việc đào tạo nâng cao năng lực, trình độ của cán bộ định giá thì cũng cần phải nâng cao đạo đức nghề nghiệp, lòng yêu nghề và tâm huyết nghề nghiệp. Đạo đức nghề nghiệp là một yếu tố góp phần tạo nên giá trị thương hiệu của tổ chức định giá nhưng luận án muốn tách riêng vì theo tôi đây là một yếu tố đặc biệt quan trọng. Vấn đề này được thể hiện qua công việc với cam kết cao và cam kết lâu dài và cần được thực hiện ngay từ khi tuyển dụng, cần được đưa vào Quy chế cán bộ và cần luôn được coi trọng để xem xét và đánh giá trong suốt quá trình hoạt động nghề nghiệp của các cán bộ định giá.

3.3.3. Điều kiện với doanh nghiệp được định giá

3.3.3.1. Xử lý tài chính bền vững trước khi định giá doanh nghiệp

Chính phủ đã ban hành nhiều văn bản quy định các giải pháp về xử lý nợ của doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, các biện pháp xử lý nợ hiện hành chỉ là biện pháp xử lý tình thế, tháo gỡ khó khăn tạm thời, chưa phải là các biện pháp mạnh có thể thay đổi diện mạo của doanh nghiệp, tạo nguồn để trả được nợ vay, nâng cao vị thế cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do đó, các doanh nghiệp phải áp dụng các giải pháp để duy trì, đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, như:

Thứ nhất, đẩy mạnh công tác xúc tiến thương mại, tìm hiểu thị trường để duy trì thị trường đã có và phát triển thị trường mới; đổi mới sản phẩm và nâng cao chất lượng sản phẩm phù hợp với thị hiếu của người tiêu dùng.

Thứ hai, thay thế, đổi mới máy móc thiết bị, công nghệ sản xuất kinh doanh, thanh lý tài sản vật tư kém, mất phẩm chất, hư hỏng không sử dụng được hoặc không dùng đến để thu hồi vốn cho hoạt động kinh doanh.

Thứ ba, đổi mới tổ chức hoạt động kinh doanh, cơ cấu lại các đầu mối hoạt động của doanh nghiệp như phân xưởng, tổ, đội xí nghiệp phụ thuộc nhằm cắt bỏ những bộ phận hoạt động yếu kém, không hợp lý; tinh giảm biên chế gián tiếp của các phòng ban.

Thứ tư, sắp xếp lại lao động, xây dựng kế hoạch phát triển nguồn nhân lực của doanh nghiệp, quy hoạch đào tạo nâng cao tay nghề, trình độ kỹ thuật, quản lý để người lao động có đủ điều kiện tiếp cận với thiết bị công nghệ tiên tiến hiện đại.... Đối với lao động dôi dư giải quyết sớm, dứt điểm theo chế độ quy định để người lao động được đào tạo nghề mới hoặc tạo được việc làm mới từ việc tự tổ chức hoạt động kinh doanh hoặc dịch vụ, hoặc nghỉ hưu nếu đủ tuổi góp phần ổn định cuộc sống cho người lao động.

Thứ năm, doanh nghiệp cần tuân thủ các quy định của pháp luật hiện hành, áp dụng các biện pháp để tránh rủi ro trong kinh doanh và tài chính như: tuân thủ các quy định về quản lý đầu tư xây dựng, hợp đồng kinh tế; xử lý tài sản tồn thất vào chi phí, trích lập dự phòng các khoản nợ phải thu khó đòi, giảm giá hàng hoá tồn kho ...

Khi áp dụng các biện pháp như trên, doanh nghiệp sẽ khai thác, sử dụng các tài sản và nguồn lực sẵn có của doanh nghiệp vào hoạt động SXKD, tăng doanh thu, đảm bảo việc làm cho người lao động, giảm chi phí sản xuất kinh doanh, tối đa hoá lợi nhuận và duy trì sự phát triển bền vững của doanh nghiệp. Theo đó, giá trị doanh nghiệp sẽ gia tăng, chủ nợ thu hồi được vốn thông qua việc chuyển nhượng vốn theo các hình thức bán doanh nghiệp hoặc cổ phần hoá, góp phần lành mạnh hoá tài chính và giải quyết nợ tồn đọng của doanh nghiệp và các ngân hàng thương mại Nhà nước.

3.3.3.2. Giảm thiểu việc chi phí hóa các tài sản

Trong quá trình định giá, doanh nghiệp có thể được định giá thấp, thậm chí giấu khoản vốn tương đối mà không khó biết nên ngay cả những công ty nhỏ khi “lên sàn” giá cũng thường tăng gấp đôi. Vì vậy, để chuẩn bị cho công tác doanh nghiệp được thuận lợi, giá trị doanh nghiệp được phản ánh phù hợp, cần phản ánh các tài sản đã hết khấu hao hoặc đã phân bổ hết vào chi phí nhưng vẫn sử dụng tốt.

Đồng thời cũng cần lưu ý đến các biện pháp như đối chiếu danh mục tài sản với các năm trước nhằm hạn chế việc các cán bộ quản lý của doanh nghiệp thường ngụy tạo hồ sơ để sang tên, hoá giá và tẩu tán tài sản trước khi doanh nghiệp được kiểm kê để cổ phần hoá.

3.3.3.3. Tăng cường vai trò làm chủ của người lao động

Công tác định giá doanh nghiệp phục vụ cổ phần hóa để người lao động tại doanh nghiệp có vị thế mới là trở thành cổ đông - chủ sở hữu một phần vốn của doanh nghiệp - có quyền tham gia vào việc quyết định đối với doanh nghiệp. Việc dành một lượng cổ phiếu ưu đãi cho người lao động trong doanh nghiệp là cần thiết và do được định giá theo giá thị trường nên thị giá sẽ đủ lớn, cũng không có sự chênh lệch lớn về giá cả sẽ giảm bớt việc "bán lúa non", việc mua vét của một số cá nhân, dẫn đến tình trạng người lao động trở thành trắng tay, hoàn toàn trở thành người làm thuê, còn một số cá nhân sẽ thu tóm quyền lực của doanh nghiệp sau khi đã mua vét các cổ phiếu của người lao động "bán lúa non". Qua đó sẽ tăng cường tính bền vững của doanh nghiệp được định giá sau khi cổ phần hóa, tạo điều kiện cho người lao động gắn bó và đóng góp công sức, trí tuệ vào việc phát triển hiệu quả doanh nghiệp.

3.3.3.4. Lành mạnh hóa và nâng cao chất lượng thông tin tình hình tài chính

Doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, tính công khai minh bạch cao sẽ làm giảm rủi ro của đồng vốn đầu tư, hay nói cách khác các nhà đầu tư đánh giá cao các cơ hội đầu tư tương đối an toàn. Những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính yếu sẽ khó tìm được người mua hoặc phải bán với giá rất thấp. Nhà đầu tư trả giá thấp để có thể đạt được một tỉ suất lợi nhuận cao bù đắp cho mức rủi ro mà họ có thể phải gánh chịu. Do vậy, doanh nghiệp cần lưu ý về việc công khai minh bạch các thông tin tài chính và tái cơ cấu để tăng cường năng lực tài chính, cũng như chất lượng thông tin được công bố.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương 3 bao gồm các kiến nghị, đề xuất dưới nhiều góc độ khác nhau như: Nhóm giải pháp hoàn thiện cách thức định giá doanh nghiệp, nhóm giải pháp hoàn thiện phương pháp định giá doanh nghiệp, nhóm giải pháp trong quá trình tổ chức định giá doanh nghiệp, kiến nghị với Nhà nước và các cơ quan có liên quan, kiến nghị với các tổ chức có chức năng định giá doanh nghiệp và kiến nghị với doanh nghiệp được định giá. Có thể tóm lược chương 3 trên các góc độ sau:

- *Thứ nhất:* Quan điểm cơ bản mà luận án cho thấy cần phải được quán triệt trong nhận thức và được tuân thủ trong việc thực hiện công tác định giá doanh nghiệp thông qua quá trình CPH DNN ở Việt Nam gồm:

1. Việc nghiên cứu và áp dụng cách thức tổ chức, trình tự và phương pháp định giá doanh nghiệp cần phải phù hợp với điều kiện của Việt Nam, kết quả định giá được cả người mua và người bán chấp nhận sử dụng để ước lượng giá trị doanh nghiệp.

2. Định giá doanh nghiệp thông qua CPH DNN không được làm thất thoát tài sản của Nhà nước, hoàn thiện các giải pháp về mặt cơ chế, tạo động lực nâng cao hiệu quả công tác định giá doanh nghiệp.

3. Quá trình hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam cần phù hợp với tiến trình hội nhập quốc tế.

- *Thứ hai:* Nhóm giải pháp hoàn thiện cách thức định giá doanh nghiệp là rất cần thiết trong công tác định giá doanh nghiệp, đây là một trong những nhân tố để đẩy nhanh tiến trình định giá doanh nghiệp trong đó việc xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu tham chiếu phục vụ cho công tác định giá doanh nghiệp, việc xử lý tài chính lành mạnh trước khi định giá doanh nghiệp, lựa chọn tổ chức định giá doanh nghiệp và công khai minh bạch báo cáo tài chính trước khi định giá doanh nghiệp cần đặc biệt chú trọng.

- *Thứ ba:* Nhóm giải pháp hoàn thiện phương pháp định giá doanh nghiệp bao gồm ban hành hướng dẫn các qui định cụ thể về điều kiện, cách thức và loại hình doanh nghiệp áp dụng phương pháp định giá doanh nghiệp; tham khảo và kết hợp các phương pháp định giá phù hợp với từng loại hình doanh nghiệp để kết quả định giá được sát thực.

- Thứ tư: Bổ sung các qui định về giá trị lợi thế kinh doanh, giá trị quyền sử dụng đất và các qui định về định giá tài sản vô hình đặc thù (Quyền khai thác mỏ, Quyền sử dụng khai thác cảng biển, cảng cạn ICD, Các loại giấy phép đặc biệt, Hệ thống phân phối) vào giá trị doanh nghiệp là đòi hỏi có tính thực tiễn và có thể áp dụng được để giảm thiểu sự chênh lệch giữa kết quả định giá doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp được thị trường chấp nhận.

- Thứ năm: Phương pháp định giá theo chiết khấu dòng tiền cần phải chú trọng ước tính chính xác dòng tiền trong tương lai của doanh nghiệp, ước tính chính xác lãi suất chiết khấu và cần thu thập thông tin đáng tin cậy về định mức tín nhiệm của doanh nghiệp, về số liệu thống kê chỉ số của ngành nghề mà doanh nghiệp được định giá.

- Thứ sáu: Việc áp dụng phương pháp nào sẽ tùy thuộc vào loại hình ngành nghề của doanh nghiệp nhất định và đòi hỏi phải có các điều kiện phù hợp để áp dụng. Một phương pháp phù hợp với doanh nghiệp này nhưng có thể không thể áp dụng với loại hình doanh nghiệp khác. Mặt khác giá trị doanh nghiệp còn phụ thuộc vào chi phí cơ hội của từng nhà đầu tư. Vì vậy, việc sử dụng các phương pháp khác cho phù hợp với góc độ lợi ích của mình, đòi hỏi các nhà đầu tư cần phải cân nhắc để lựa chọn phù hợp với quyết định đầu tư của mình.

- Thứ bảy: Định giá doanh nghiệp cần được áp dụng nhiều phương pháp và thực hiện sự kết hợp các phương pháp với nhau theo ma trận định giá là phương pháp khoa học cần được lựa chọn vì nó kết hợp được những ưu điểm và hạn chế được những nhược điểm của mỗi phương pháp được lựa chọn khi áp dụng cho doanh nghiệp tại từng ngành nghề, lĩnh vực cụ thể để giá trị thực của doanh nghiệp sát với thị trường, làm cơ sở cho quyết định về giá bán DNNN một cách hợp lý, kết hợp hài hòa lợi ích của nhà nước, nhà đầu tư và người lao động.

- Thứ tám: Phương pháp định giá khoa học và phù hợp mới chỉ là điều kiện cần, và độ tin cậy của kết quả định giá còn phụ thuộc vào thông tin, năng lực xử lý thông tin, kinh nghiệm của cán bộ và tổ chức định giá.

- Thứ chín: Giải pháp trong quá trình tổ chức định giá doanh nghiệp như: đào tạo cán bộ tham gia công tác định giá, xây dựng và ban hành cơ chế quy định về tiêu chuẩn của một tổ chức được chọn để thực hiện việc định giá doanh nghiệp, giám sát tổ chức được chọn khi thực hiện định giá doanh nghiệp, hoàn thiện qui trình đấu giá cổ

phần ra thị trường, sửa đổi tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài và đối tác chiến lược là những yêu cầu mang tính cấp thiết để thúc đẩy và nâng cao chất lượng công tác định giá doanh nghiệp.

- Thứ mười: Giải pháp cho công tác hậu cổ phần hoá như chính sách ưu đãi đối với người lao động sau cổ phần hoá, Tăng cường kiểm tra, kiểm soát để ngăn ngừa sự thông đồng giữa các DNNN và người lao động trong việc thực hiện chính sách hỗ trợ.

- Thứ mười một: Nhóm giải pháp giảm thiểu những hạn chế đến tiến trình cải cách DNNN như: Giảm thiểu cản trở về tâm lý không muốn CPH, giảm thiểu cản trở về pháp lý, tạo môi trường kinh doanh thuận lợi sau cổ phần hoá cho doanh nghiệp, coi trọng và đẩy mạnh công tác tổ chức kiểm tra, giám sát triển khai thực hiện CPH.

- Thứ mười hai: Với nhà nước và các cơ quan có liên quan cần ban hành chính sách để cải thiện điều kiện về môi trường luật pháp, xây dựng các chuẩn mực hành nghề và chuẩn mực đạo đức cho việc thực hiện công tác định giá doanh nghiệp, xây dựng hướng dẫn riêng cho việc định giá tài sản vô hình như: thương hiệu, giá trị quyền sử dụng đất, lợi thế kinh doanh.

- Thứ mười ba: Với các tổ chức có chức năng định giá doanh nghiệp cần tăng cường sự phối kết hợp giữa các tổ chức định giá doanh nghiệp, xây dựng tiêu chuẩn lựa chọn một phương pháp, tổ chức toạ đàm, tăng cường trao đổi và hội thảo cũng như có kế hoạch đào tạo bồi dưỡng đội ngũ cán bộ, tăng cường đào tạo về đạo đức nghề nghiệp cho cán bộ tham gia công tác định giá doanh nghiệp.

- Thứ mười bốn: Đối với doanh nghiệp được định giá cần xử lý tài chính bền vững trước khi định giá doanh nghiệp, giảm thiểu việc chi phí hóa các tài sản, tăng cường vai trò làm chủ của người lao động, tăng cường tính công khai minh bạch và lành mạnh tài chính.

KẾT LUẬN CHUNG

Trong nền kinh tế thị trường và xu thế hội nhập, nhu cầu định giá doanh nghiệp là không thể thiếu được. Việc học hỏi, chọn lọc, kế thừa và phát huy những tinh hoa tri thức nhằm đáp ứng những đòi hỏi trong thực tiễn và giải quyết những vấn đề còn khiếm khuyết, bất cập trong công tác định giá doanh nghiệp là nội dung tư tưởng cơ bản của luận án: Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam.

Lý luận về công tác định giá doanh nghiệp có vai trò rất quan trọng trong việc xác định về mặt phương pháp luận cũng như cách tiếp cận về trình tự, công tác tổ chức, thực hiện định giá doanh nghiệp, nghiên cứu các mô hình trong nước và quốc tế đang được áp dụng và phân tích để đưa ra những giải pháp phù hợp với điều kiện của nền kinh tế Việt Nam trong thời gian tới. Một số vấn đề lý luận về công tác định giá doanh nghiệp đã nêu trên là những cơ sở lý thuyết căn bản, quan trọng và không thể thiếu được để đánh giá thực trạng của công tác định giá trị doanh nghiệp trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam.

Định giá doanh nghiệp là một việc làm đặc biệt phức tạp bao gồm cách thức tổ chức, việc lựa chọn áp dụng phương pháp định giá doanh nghiệp. Nhưng các phương pháp đã trình bày là những phương pháp cơ bản, có cơ sở lý luận rõ ràng, vững chắc và có tính ứng dụng cao trong thực tế. Mỗi một phương pháp đã đưa ra đều thích ứng với những hoàn cảnh cụ thể của doanh nghiệp và tầm nhìn nhận của từng nhà đầu tư, điều kiện thực tế của nền kinh tế. Không có một phương pháp nào là phù hợp trong mọi hoàn cảnh.

Sử dụng phương pháp liệt kê, so sánh, phân tích, đánh giá luận án đã làm nổi bật nội dung căn bản, những ưu nhược điểm, đối tượng áp dụng của từng phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp cả về mặt lý luận và mặt thực tiễn. Từ đó, luận án đã khẳng định có 2 nhóm phương pháp với 9 phương pháp mà luận án đã trình bày là những phương pháp được coi là khoa học. Đồng thời thông qua kinh nghiệm quốc tế của một số nước luận án đã rút ra được nhiều bài học bổ ích liên quan đến việc định giá doanh nghiệp trong quá trình CPH. Những vấn đề này có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với việc hoàn thiện hệ thống lý luận cho phương pháp định giá doanh nghiệp trong công tác định giá doanh nghiệp cũng như xác định tính chất ưu tiên khi lựa chọn phương pháp định giá doanh nghiệp và sự vận dụng vào Việt Nam hiện nay.

Mặt khác, luận án đã đưa ra những luận điểm có tính khoa học để khẳng định những yếu tố liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp là: thu thập thông tin, phương pháp định giá doanh nghiệp, tổ chức công tác định giá doanh nghiệp. Đồng thời luận án cũng đã phân tích và đánh giá những nhân tố ảnh hưởng tới công tác định giá doanh nghiệp như môi trường kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố nội tại doanh nghiệp, nhân tố con người tham gia công tác định giá doanh nghiệp, yếu tố tiền tệ và lạm phát, hệ thống luật pháp và môi trường pháp lý, phương pháp định giá áp dụng,

Luận án đã tiến hành hệ thống hóa và đánh giá những thành tựu cũng như các mặt hạn chế trong công tác định giá doanh nghiệp công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình cải cách DNNN ở Việt Nam từ năm 1992 và trọng tâm là từ năm 2001 đến 2006. Luận án đã chỉ ra những hạn chế trong nhận thức về định giá tài sản vô hình, về giá trị doanh nghiệp và về phương pháp xác định chúng. Đồng thời, luận án cũng rút ra kết luận cơ bản là: Cần phải cấp bách bổ sung, sửa đổi phương pháp xác định lợi thế kinh doanh trên các văn bản pháp lý của Nhà nước, để nó vừa phản ánh trung thực hơn giá trị doanh nghiệp vừa có tính khả thi cao trong thực tế.

Luận án đã tiến hành khảo sát thực tế công tác định giá doanh nghiệp tại hơn 15 doanh nghiệp trong giai đoạn từ năm 2001 đến 2006 Nghiên cứu này được thực hiện chuyên sâu cho giai đoạn 2001 đến 2006 là giai đoạn có nhiều vấn đề bức xúc và ban hành nhiều qui định liên quan đến công tác định giá doanh nghiệp để cổ phần hoá DNNN ..., bao gồm: nghiên cứu các văn bản pháp lý, hồ sơ tài liệu liên quan đến công tác định giá của doanh nghiệp về cách thức và phương pháp định giá doanh nghiệp được áp dụng, về điều kiện, phương thức, cách thức, trình tự tiến hành định giá doanh nghiệp, về việc áp dụng các hướng dẫn tại thông tư, nghị định và các văn bản có liên quan với tình hình thực tế tại doanh nghiệp, thu thập các ý kiến khách quan về thực trạng công tác định giá doanh nghiệp hiện nay của Việt Nam. Luận án đã tóm tắt các thông tin thu thập được, phân tích và dự đoán xu hướng, đưa ra những giải pháp và những ý kiến đóng góp để hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp của Việt Nam.

Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp không chỉ có vai trò quan trọng trong quá trình Cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước mà còn là một tất yếu khách quan trong quá trình hội nhập với nền kinh tế thế giới, đặc biệt khi Việt Nam đã chính

thức trở thành thành viên chính thức của WTO. Công tác định giá doanh nghiệp còn đóng vai trò hết sức quan trọng trong quá trình tạo hàng hoá cho thị trường chứng khoán, mua bán và chuyển đổi doanh nghiệp. Để đẩy nhanh hơn, mạnh hơn công tác định giá doanh nghiệp nói riêng và quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước nói chung, cần phải hoàn thiện hơn nữa công tác định giá doanh nghiệp, có những giải pháp mạnh, có quyết tâm cao và sự phối hợp đồng bộ giữa các cơ quan quản lý Nhà nước. Việc hoàn thiện không chỉ cần tiến hành ở phương pháp định giá phù hợp, các động lực thúc đẩy quá trình chuyển đổi mà còn cần hoàn thiện cả ở những vấn đề cơ chế tài chính, các quy định pháp lý... cho phù hợp với đặc trưng của nền kinh tế Việt Nam hiện nay. Điều đó cần được thực hiện đồng bộ với những chủ trương phát triển các thị trường vốn, thị trường tiền tệ. Có như vậy việc thực hiện cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước gắn với công tác định giá doanh nghiệp mới được thực hiện thông suốt, đạt hiệu quả cao và đáp ứng được yêu cầu đổi mới, phát triển của các doanh nghiệp, cũng như của nền kinh tế trong thời kỳ công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

Trên đây là toàn bộ luận án với đề tài: ***Hoàn thiện công tác định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam*** lấy đối tượng nghiên cứu là các DNNN được định giá trong quá trình CPH. Tác giả mong muốn những luận điểm, gợi ý, giải pháp trong luận án sẽ góp phần hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam. Mặc dù tác giả luận án đã rất cố gắng nghiên cứu, học hỏi, tham khảo tài liệu nhưng luận án sẽ không tránh khỏi những thiếu sót nhất định. Tác giả rất mong nhận được ý kiến đóng góp thiết thực của các thầy cô, các nhà kinh tế, bạn đọc và đồng nghiệp để luận án được hoàn chỉnh hơn.

Xin trân trọng cảm ơn!

**NHỮNG CÔNG TRÌNH KHOA HỌC CỦA TÁC GIẢ
CÓ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN ĐÃ CÔNG BỐ**

1. Tran Van Dung (2005), “*Complementarities between audit and evaluation in Vietnam*”, CPA Australia, Edition 33, August 2005.
2. Trần Văn Dũng (2005), “*Nâng cao năng lực của dịch vụ Kiểm toán trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế*”, Tạp chí Kế toán, số 53.
3. Trần Văn Dũng (2005), “*Để hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp trong cổ phần hóa Doanh nghiệp Nhà nước*”, Tạp chí Kế toán, số 55.
4. Trần Văn Dũng (2005), “*Mối quan hệ giữa kiểm toán báo cáo tài chính với định giá doanh nghiệp*”, Tạp chí Tài chính Doanh nghiệp, số 9.
5. Trần Văn Dũng (2005), “*Định giá tài sản cố định vô hình*”, Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán, số 24.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Trần Việt Anh (2005), “Phương pháp xác định giá trị cho Ngân hàng Thương mại Việt Nam”, *Tài liệu hội thảo Hoàn thiện các Phương pháp định giá doanh nghiệp trong CPH và chuyển đổi DNNN ở Việt Nam*, Trang 7-9.
2. Bộ Bưu chính Viễn thông và France Telecom (2006), “Cổ phần hóa doanh nghiệp thông tin di động”, *Tài liệu Hội thảo tại Hà Nội*, trang 1-8.
3. Phạm Văn Bình (2007), *Chuyên đề 1 - Định giá doanh nghiệp*, Tài liệu Cập nhật kiến thức KTV, Học viện Tài chính, Hà Nội.
4. Bộ Tài chính (2002), *Chuẩn mực Kế toán Việt Nam số 01- Chuẩn mực chung, ban hành và công bố theo Quyết định số 165/2002/QĐ-BTC ngày 31 tháng 12 năm 2002 của Bộ trưởng Bộ Tài chính*.
5. Bộ Tài chính (2002), *Thông tư số 126/2004/TT-BTC, ngày 24 tháng 12 năm 2004 của Bộ Tài chính, hướng dẫn thực hiện Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ về chuyển DNNN thành công ty cổ phần*.
6. Bộ Tài chính (2002), *Thông tư số 79/TT-BTC ngày 12/09/2002 hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển DNNN thành Công ty cổ phần theo Nghị định số 64/NĐ-CP ngày 19/06/2002 về chuyển DNNN thành Công ty cổ phần*.
7. Bộ Tài chính (2007), *Bắt cập trong phương án cổ phần hoá tại trang tin điện tử web Bộ Tài chính ngày 12 tháng 04, Hà Nội*.
8. Các Mác (1978), *Tư bản - Quyển 3 tập 1, Nxb Sự thật, Hà Nội*.
9. Chính phủ (2004), *Nghị định số 187/2004/NĐ-CP, ngày 16 tháng 11 năm 2004 của Chính phủ, về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần*.
10. Công ty Bia BBB (2005), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty Bia BBB, Hà Nam.
11. Công ty Bia QN (2006), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty Bia QN, Bình Định.
12. Công ty CP Gas PPP (2004), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty Gas PPP, Hà Nội.
13. Công ty CP Hóa Dầu PPP - PPPLC (2003), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty PPPLC, Hà Nội.
14. Công ty CP Thương mại & Vận tải Xăng dầu (2000), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp, Hà Nội.
15. Công ty CP Xây lắp 1 - PCC 123 (2002), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty PCC 123, Hà Nội.

16. Công ty Điện AAA (2005), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty Điện AAA, Bắc Ninh.
17. Công ty Vận tải Xăng dầu XYZ (2005), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty Vận tải Xăng dầu XYZ, TP. HCM.
18. Công ty Xây dựng HH (2005), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty Xây dựng HH, Hà Nội.
19. Công ty Xi măng BS (2005), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty Xi măng BS, Thanh Hóa
20. Công ty Xi măng KK (2005), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Công ty Xi măng KK, HN.
21. David Blake (1994), *Phân tích thị trường tài chính*, NXB TP. HCM, TP.HCM
22. Lê Hoài Dương (2007), “Cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước: Cần lấp những lỗ hổng lớn”, *Báo Lao Động ngày 10 tháng 4*, trang 2-3.
23. Ernst & Young (2004), *Báo cáo Kiểm toán chuẩn đoán kiểm toán phân tích quốc tế*, theo chương trình Quỹ Miyazawa (do Chính phủ Australia, Đan Mạch và Nhật Bản tài trợ qua Ngân hàng Thế giới), Hà Nội.
24. Lê Hoàng Hải (2004), *Tài liệu tập huấn Nghị định 187 và Thông tư 126*, Cục Tài chính doanh nghiệp, Bộ Tài chính, Hà Nội.
25. Nghiêm Quý Hào (2005), “Chất lượng cổ phần hoá và sự phát triển bền vững của doanh nghiệp”, *Tạp chí Chứng khoán*, (7), trang 6-7.
26. Herve Juvin (1999), "Tác động kinh tế và tài chính của các chương trình tư nhân hóa", *Chương trình đào tạo của dự án tài chính Pháp - Việt*, trang 1-16
27. Trần Ngọc Hiền (2007), “Cổ phần hóa DNNN - thực trạng và giải pháp”, *Tạp chí Cộng Sản*, (126), trang 8 - 10.
28. Nguyễn Minh Hoàng (2001), “*Hoàn thiện phương pháp định giá doanh nghiệp*” Luận án tiến sỹ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội.
29. Quốc Hoàng (2007), “Được - mất cổ phần hóa”, *Tin nhanh chứng khoán*, (7), trang 6, 11-12.
30. Nguyễn Tuấn Hón (1998), "Kinh nghiệm về các chương trình tư nhân hóa trên thế giới", *Tài liệu tham khảo về cổ phần hóa doanh nghiệp*, Viện kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, trang 38-56.
31. Hubert de Vauplane (1999), "Các khía cạnh pháp lý liên quan đến tư nhân hóa”, *Chương trình đào tạo của dự án Tài chính Pháp - Việt*, trang 2-8.
32. Nguyễn Văn Huy (2004), *CPH giải pháp quan trọng trong cải cách DNNN*, Mục CPH DNNN 10 năm một chặng đường, NXB Chính trị QG, Hà Nội.

33. Cẩm Văn Kính (2007), “Những kiểu thất thoát CPH”, *Thời báo Kinh tế ngày 8 tháng 4*, trang 2-3, 5.
34. Trần Thị Thủy Linh (2004), “Đấu giá cổ phần tại doanh nghiệp CPH đòi điều cần xem xét”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, (11), trang 11-14.
35. Phạm Viết Muôn (2005), “Tiến trình cổ phần hoá DNNN trong mối quan hệ với lộ trình phát triển thị trường chứng khoán”, *Đặc san TTCKVN 5 năm hình thành và phát triển*, trang 20-22.
36. Phạm Thị Nga (2005), “Kinh nghiệm cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước của một số quốc gia trên thế giới”, *Tạp chí Giao thông vận tải*, (6), trang 43, 44.
37. Hữu Nghị, (2007), “Bài học kinh nghiệm từ Cổ phần hóa ở Nga”, *Báo Tuổi trẻ ngày 29 tháng 4*, trang 8.
38. Vũ Hữu Ngoạn (2004), *Mấy vấn đề cơ bản về Cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước tại trang web Đảng Cộng Sản Việt Nam*, Hà Nội
39. Dương Ngọc (2005), “Tiến trình cổ phần hoá: 12 năm nhìn lại”, *Thời báo kinh tế Việt Nam ngày 23 tháng 3*, trang 3.
40. Quốc Hội (2002), *Luật Doanh nghiệp Nhà nước số 14/2003/QH11 (26/11/2003)*, Quốc hội Nước cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam, Điều 1.
41. Quốc Hội (2002), *Luật Doanh nghiệp số 60/2005/QH11 thông qua ngày 29 tháng 11 năm 2005*, Điều 4, Trang 2.
42. Quốc Vụ Viện nhân dân Trung Hoa (1991), *Nghị định số 91 ngày 16/11/1991*, trang 1-6.
43. Nguyễn Đức Tặng (2006), “Nợ tồn đọng cản trở quá trình cổ phần hoá”, *Tạp chí Tài chính*, (6), trang 3.
44. Huy Thái (1999), “Kinh nghiệm về cổ phần hóa ở một số nước trên thế giới”, *Tạp chí Tài chính doanh nghiệp*, (8), trang 31-32.
45. Đoàn Duy Thành (1996), “Đánh giá các xí nghiệp tại Pháp”, *Kiến thức kinh doanh*, NXB KHKT, trang 79-84.
46. Thủ tướng Chính phủ (2004), *Bài phát biểu tại Hội nghị toàn quốc về đẩy mạnh đổi mới DNNN*, Hà Nội.
47. Trần Trung Thực (2004), *Kinh nghiệm điều phối liên bộ và đàm phán gia nhập WTO của Bungari*, Hà Nội.
48. Nguyễn Kim Toàn (2007), *Báo cáo sơ bộ kết quả CPH đến hết năm 2006*, Vụ Đổi mới và phát triển doanh nghiệp – Văn phòng chính phủ, Hà Nội.
49. Tổng Công ty Bảo hiểm ABC (2006), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp BH_ABC, Hà Nội.

50. Tổng Công ty Điện tử Tin học XYZ (2005), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ CPH doanh nghiệp Tổng Công ty Điện tử Tin học XYZ, Hà Nội.
51. Tổng Công ty Tái Bảo hiểm 123 (2003), *Báo cáo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp*, Hồ sơ cổ phần hóa doanh nghiệp, Hà Nội.
52. Hồng Vân – Hà My (2003), “Đổi mới doanh nghiệp nhà nước ở Trung Quốc”, *Tạp chí Công nghiệp Quốc tế*, (3), trang 42.
53. Viện Quản lý Kinh tế Trung ương (2004), “Khảo sát kinh nghiệm chuyển đổi, đặc biệt là tư nhân hóa các doanh nghiệp lớn và hình thành khung pháp lý về đầu tư và doanh nghiệp, tại Liên Bang Nga (25-30/5/2004) và Cộng hòa Séc (31/5-4/6/2004)”, *Báo cáo kết quả khảo sát*, trang 1-12.
54. Zhou Fangsheng và Wang Xiaolu (2004), *Cải cách doanh nghiệp ở Nhà nước Trung Quốc*, Chuyên mục Đổi mới doanh nghiệp, Tạp chí Thông tin kinh tế - ĐHKQTĐ, Hà Nội.

Tiếng Anh

55. Angear, Thomas (1998), *How to buy a company*, Cambridge, UK: Director Books.
56. Aswath Darmoleran (2000), *Investment Valuation*, Mc Kinsey & Company. Inc.
57. Fredrik Sjöholm (2006), *State Owner enterprises and equitization in Vietnam*, The European Institute of Japanese Studies, Stockholm School of Economics.
58. Martin J. Whitman (2000), *Value Investing: A Balanced Approach*, Mc Kinsey & Company. Inc.
59. Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murring (2000), *Valuation Measuring and Managing the Value of companies*, Mc Kinsey & Company. Inc.

Tiếng Pháp

60. Véronique Bessiere et Olivier Coispeau (1992), *L'évaluation de Entreprises*, Collection Diriglee par Charles de La Baume, pp. 31-33.
61. www.vietstock.com.vn, www.tinnhanhchungkhoan.com.vn, www.vse.org.vn
www.hastc.org.vn, www.vneconomy.vn, www.vnn.vn, www.vnexpress.net

PHỤ LỤC 1

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Xây lắp 1 - PCC123 tại 31/12/2001

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	28.740.484.652	28.006.723.839	733.760.813
I	Tài sản dài hạn (không bao gồm giá trị quyền sử dụng đất)	2.695.552.331	1.961.791.518	733.760.813
<i>1</i>	<i>Tài sản cố định</i>	<i>2.516.102.931</i>	<i>1.782.342.118</i>	<i>733.760.813</i>
+	Tài sản cố định hữu hình	2.516.102.931	1.782.342.118	733.760.813
+	Tài sản cố định vô hình	-	-	-
<i>2</i>	<i>Chi phí XDCBDD</i>	<i>179.449.400</i>	<i>179.449.400</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Chi phí trả trước dài hạn</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
II	Tài sản ngắn hạn	26.044.932.321	26.044.932.321	-
<i>1</i>	<i>Tiền</i>	<i>4.632.253.788</i>	<i>4.632.253.788</i>	<i>-</i>
+	Tiền mặt tồn quỹ	364.327.717	364.327.717	-
+	Tiền gửi ngân hàng	4.267.926.071	4.267.926.071	-
<i>2</i>	<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Các khoản phải thu</i>	<i>5.544.267.364</i>	<i>5.544.267.364</i>	<i>-</i>
<i>4</i>	<i>Hàng tồn kho</i>	<i>14.475.452.340</i>	<i>14.475.452.340</i>	<i>-</i>
<i>5</i>	<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	<i>1.699.958.859</i>	<i>1.699.958.859</i>	<i>-</i>
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp	-	-	-
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	524.208.709	524.208.709	-
I	Tài sản dài hạn	-	-	-
II	Tài sản ngắn hạn	524.208.709	524.208.709	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	49.781.500	49.781.500	-
I	Tài sản dài hạn	49.781.500	49.781.500	-
II	Tài sản ngắn hạn	-	-	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
	Tổng giá trị tài sản thực tế của doanh nghiệp	28.740.484.652	28.006.723.839	733.760.813
E1	Nợ phải trả	17.862.088.455	17.862.088.455	-
E2	Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi	-	-	-
E3	Quỹ trợ cấp mất việc	-	-	-
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả (A-(E1+E2+E3))	10.878.396.197	10.144.635.384	733.760.813

PHỤ LỤC 2**Kết quả định giá Công ty TBH_123 theo phương pháp tài sản****Tại thời điểm 31/12/2003**

Chỉ tiêu	Giá trị theo sổ sách (VNĐ)	Giá trị xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
Giá trị vốn Nhà nước	175.279.800.086	181.233.614.050	5.953.813.964
Giá trị doanh nghiệp	463.529.372.998	469.483.186.962	5.953.813.964

Kết quả định giá trị doanh nghiệp Công ty TBH_123 theo DCF**Tại thời điểm 31/12/2003**

Chỉ tiêu	Giá trị theo sổ sách (VNĐ)	Giá trị xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
Giá trị vốn Nhà nước	175.279.800.086	194.800.096.049	19.520.295.963
Giá trị doanh nghiệp	463.529.372.998	483.049.668.961	19.520.295.963

PHỤ LỤC 3

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Gas PPP tại 31/3/2004

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	423.485.854.563	423.063.452.979	(422.401.584)
I	Tài sản dài hạn (không bao gồm giá trị quyền sử dụng đất)	238.470.706.576	238.048.304.992	(422.401.584)
<i>1</i>	<i>Tài sản cố định</i>	<i>122.314.722.052</i>	<i>121.823.912.576</i>	<i>(490.809.476)</i>
+	Tài sản cố định hữu hình	119.914.735.884	119.423.926.408	<i>(490.809.476)</i>
+	Tài sản cố định vô hình	2.399.986.168	2.399.986.168	-
<i>2</i>	<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	<i>701.376.744</i>	<i>701.376.744</i>	-
<i>3</i>	<i>Chi phí XDCBDD</i>	<i>705.315.317</i>	<i>705.315.317</i>	-
<i>4</i>	<i>Chi phí trả trước dài hạn</i>	<i>114.749.292.463</i>	<i>114.817.700.355</i>	<i>68.407.892</i>
II	Tài sản ngắn hạn	185.015.147.987	185.015.147.987	-
<i>1</i>	<i>Tiền</i>	<i>25,509.636.835</i>	<i>25,509.636.835</i>	-
+	Tiền mặt tồn quỹ	861.174.235	861.174.235	-
+	Tiền gửi ngân hàng	20.297.332.545	20.297.332.545	-
+	Tiền đang chuyển	4.351.130.055	4.351.130.055	-
<i>2</i>	<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	-	-	-
<i>3</i>	<i>Các khoản phải thu</i>	<i>120.371.734.463</i>	<i>120.371.734.463</i>	-
<i>4</i>	<i>Hàng tồn kho</i>	<i>36.131.985.410</i>	<i>36.131.985.410</i>	-
<i>5</i>	<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	<i>3.001.791.279</i>	<i>3.001.791.279</i>	-
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp	-	-	-
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	-	-	-
I	Tài sản dài hạn	-	-	-
II	Tài sản ngắn hạn	1.523.238.540	-	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	510.048.335	-	-
I	Tài sản dài hạn	62.782.894	-	-
II	Tài sản ngắn hạn	447.265.441	-	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
	Tổng giá trị tài sản thực tế của doanh nghiệp	423.485.854.563	423.063.452.979	(422.401.584)
E1	Nợ phải trả	268.082.748.673	268.082.748.673	-
E2	Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi	3.389.271.497	3.389.271.497	-
E3	Quỹ trợ cấp mất việc	833.417.570	833.417.570	-
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả (A-(E1+E2+E3))	151.180.416.823	150.758.015.239	

PHỤ LỤC 4

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Bia QN tại 30/6/2006

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	80.990.083.492	86.429.254.975	5.439.171.482
I	Tài sản dài hạn	37.814.076.746	42.977.310.252	5.163.233.506
<i>1</i>	<i>Tài sản cố định</i>	<i>25.031.469.460</i>	<i>30.194.702.966</i>	<i>5.163.233.506</i>
+	Tài sản cố định hữu hình	25.017.188.694	30.180.422.200	5.163.233.506
+	Tài sản cố định vô hình	14.280.766	14.280.766	-
<i>2</i>	<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	<i>7.000.000.000</i>	<i>7.000.000.000</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Chi phí XDCBDD</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>4</i>	<i>Tài sản dài hạn khác</i>	<i>5.782.607.286</i>	<i>5.782.607.286</i>	<i>-</i>
II	Tài sản ngắn hạn	43.176.006.746	43.451.944.722	275.937.976
<i>1</i>	<i>Tiền</i>	<i>1.236.250.385</i>	<i>1.236.250.484</i>	<i>99</i>
<i>2</i>	<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	<i>25.000.000.000</i>	<i>25.000.000.000</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Các khoản phải thu</i>	<i>4.078.573.576</i>	<i>4.291.571.058</i>	<i>212.997.482</i>
<i>4</i>	<i>Hàng tồn kho</i>	<i>12.770.731.282</i>	<i>12.771.135.107</i>	<i>403.825</i>
<i>5</i>	<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	<i>90.451.503</i>	<i>152.988.073</i>	<i>62.536.570</i>
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp	-	-	-
IV	Giá trị quyền sử dụng đất	-	-	-
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	-	-	-
I	Tài sản dài hạn	-	-	-
II	Tài sản ngắn hạn	-	-	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	1.740.563.034	-	-
I	Tài sản dài hạn	-	-	-
II	Tài sản ngắn hạn	1.740.563.034	-	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
	Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (A+B+C+D)	82.730.646.526	86.429.254.975	3.698.608.448
	Trong đó: Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp (Mục A)	80.990.083.492	86.429.254.975	5.439.171.482
E1	Nợ phải trả	5.791.208.758	6.152.411.810	361.203.052
E2	Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi	1.739.846.580	1.739.846.580	-
E3	Nguồn kinh phí sự nghiệp	-	-	-
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả (A-(E1+E2+E3))	73.459.028.154	78.484.191.320	5.077.968.430

PHỤ LỤC 5

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Xi măng KK tại 31/3/2005

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
1	2	3	4	5
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	46.642.022.903	50.837.179.651	4.195.156.748
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn (không bao gồm giá trị quyền sử dụng đất)	31.121.274.337	32.226.238.868	1.104.964.531
1	<i>Tài sản cố định hữu hình</i>	31.011.274.337	32.116.238.868	1.104.964.531
2	<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	110.000.000	110.000.000	-
3	<i>Chi phí XD/CB dở dang</i>	-	-	-
4	<i>Các khoản ký quỹ, ký cược dài hạn</i>	-	-	-
5	<i>Chi phí trả trước dài hạn</i>	-	-	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	15.520.748.566	15.357.019.481	(163.729.085)
1	<i>Tiền</i>	3.949.580.040	3.949.580.040	-
+	Tiền mặt tồn quỹ	515.227.031	515.227.031	-
+	Tiền gửi ngân hàng	3.434.353.009	3.434.353.009	-
2	<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	-	-	-
3	<i>Các khoản phải thu</i>	5.706.001.656	5.706.001.656	-
4	<i>Vật tư, hàng hóa tồn kho</i>	4.802.230.317	4.589.271.561	(212.958.756)
5	<i>Tài sản lưu động khác</i>	1.062.936.553	1.112.166.224	49.229.671
6	<i>Chi phí sự nghiệp</i>	-	-	-
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp	-	3.253.921.302	3.253.921.302
IV	Giá trị quyền sử dụng đất	-	-	-
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	39.900.000	39.900.000	-
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	-	-	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
III	Nợ phải thu khó đòi	39.900.000	39.900.000	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	149.856.000	149.856.000	-
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	149.856.000	149.856.000	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
	Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (A+B+C+D)	46.831.778.903	51.026.935.651	4.195.156.748
	Trong đó: Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp (Mục A)	46.642.022.903	50.837.179.651	4.195.156.748
E1	<i>Nợ phải trả</i>	33.749.588.999	33.749.588.999	-
E2	<i>Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi</i>	2.502.313.941	2.502.313.941	-
E3	<i>Nguồn kinh phí sự nghiệp</i>	-	-	-
	Tổng giá trị thực tế phân vốn Nhà nước tại DN (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả [A-(E1+E2+E3)])	10.390.119.963	14.585.276.711	4.195.156.748

PHỤ LỤC 6

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Xây dựng HH tại 30/6/2005

Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
1	2	3	4
TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	244.461.395.267	252.706.995.035	8.245.599.768
Tài sản cố định và đầu tư dài hạn (không bao gồm giá trị quyền sử dụng đất)	98.797.269.816	103.878.978.943	5.081.709.127
<i>Tài sản cố định Hữu hình</i>	<i>91.426.193.259</i>	<i>96.382.282.022</i>	<i>4.956.088.763</i>
<i>Tài sản cố định thuê tài chính</i>	<i>799.325.418</i>	<i>920.833.333</i>	<i>121.507.915</i>
<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	<i>2.100.000.000</i>	<i>2.100.000.000</i>	-
<i>Chi phí XDCB dở dang</i>	-	-	-
<i>Các khoản ký quỹ, ký cược dài hạn</i>	-	-	-
<i>Chi phí trả trước dài hạn</i>	<i>4.471.751.139</i>	<i>4.475.863.588</i>	<i>4.112.449</i>
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	145.664.125.451	148.828.016.092	3.163.890.641
<i>Tiền</i>	<i>760.469.451</i>	<i>760.469.451</i>	-
Tiền mặt tồn quỹ	540.845.818	540.845.818	-
Tiền gửi ngân hàng	219.623.633	219.623.633	-
Tiền đang chuyển	-	-	-
<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	-	-	-
<i>Các khoản phải thu</i>	<i>76.605.988.935</i>	<i>76.605.988.935</i>	-
<i>Vật tư, hàng hóa tồn kho</i>	<i>65.208.322.775</i>	<i>68.309.124.246</i>	<i>3.100.801.471</i>
<i>Tài sản lưu động khác</i>	<i>3.089.344.290</i>	<i>3.152.433.460</i>	<i>63.089.170</i>
<i>Chi phí sự nghiệp</i>	-	-	-
Giá trị lợi thế doanh nghiệp	-	-	-
Giá trị quyền sử dụng đất	-	-	-
TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	188.884.958	188.884.958	-
Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	188.884.958	188.884.958	-
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	-	-	-
Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	-	-	-
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (A+B+C+D)	244.461.395.267	252.706.995.035	8.245.599.768
Trong đó: Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp (Mục A)	244.461.395.267	252.706.995.035	8.245.599.768
<i>Nợ phải trả</i>	<i>237.070.105.720</i>	<i>237.070.105.720</i>	-
<i>Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi</i>	<i>497.496.511</i>	<i>497.496.511</i>	-
<i>Nguồn kinh phí sự nghiệp</i>	-	-	-
Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả (A-(E1+E2+E3))	6.893.793.036	15.139.392.803	8.245.599.768

PHỤ LỤC 7

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Thiết bị Điện AAA tại 1/1/2005

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	482.778.984.977	521.105.819.770	38.326.834.793
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	46.296.158.985	95.802.160.447	49.506.001.462
<i>1</i>	<i>Tài sản cố định</i>	<i>45.136.167.157</i>	<i>94.642.168.619</i>	<i>49.506.001.462</i>
+	Tài sản cố định hữu hình	<i>43.823.469.544</i>	<i>71.558.008.619</i>	<i>27.734.539.075</i>
+	Tài sản cố định vô hình	1.312.697.613	23.084.160.000	21.771.462.387
<i>2</i>	<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	<i>610.000.000</i>	<i>610.000.000</i>	-
<i>3</i>	<i>Chi phí XDCBDD</i>	-	-	-
<i>4</i>	<i>Chi phí trả trước dài hạn</i>	<i>549.991.828</i>	<i>549.991.828</i>	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	333.252.969.837	340.434.288.741	7.181.318.904
<i>1</i>	<i>Tiền</i>	<i>1.757.097.389</i>	<i>1.757.097.389</i>	-
+	Tiền mặt tồn quỹ	28.390.488	28.390.488	-
+	Tiền gửi ngân hàng	1.728.706.901	1.728.706.901	-
<i>2</i>	<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	-	-	-
<i>3</i>	<i>Các khoản phải thu</i>	<i>154.911.034.363</i>	<i>154.911.034.363</i>	<i>7.181.318.904</i>
<i>4</i>	<i>Hàng tồn kho</i>	<i>174.910.986.470</i>	<i>182.092.305.374</i>	-
<i>5</i>	<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	<i>1.673.851.615</i>	<i>1.673.851.615</i>	-
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp	-	64.800.000.000	64.800.000.000
A	TỔNG GIÁ TRỊ TÀI SẢN CỦA DN(I+II+III)	379.549.128.822	501.036.449.188	121.487.320.366
E1	Nợ phải trả	195.687.538.097	195.687.538.097	-
E2	Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi	16.200.000	16.200.000	-
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả (A-(E1+E2))	183.845.390.725	305.332.711.091	121.487.320.366

PHỤ LỤC 8

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Xi măng BS tại 01/01/2005

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
1	2	3	4	5
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	1.255.622.084.680	1.614.761.835.528	359.139.750.848
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn (không bao gồm giá trị quyền sử dụng đất)	749.435.250.573	1.196.219.343.683	446.784.093.110
1	Tài sản cố định hữu hình	742.789.438.428	1.188.858.550.562	446.069.112.134
2	Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
3	Chi phí XDCB dở dang	5.725.932.152	5.725.932.152	-
4	Các khoản ký quỹ, ký cược dài hạn	-	-	-
5	Chi phí trả trước dài hạn	752.693.993	1.467.674.969	714.980.976
6	Tài sản cố định vô hình	167.186.000	167.186.000	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	505.751.449.040	391.310.269.858	(114.441.179.182)
1	Tiền	114.441.179.182	114.441.179.181.58	-
+	Tiền mặt tồn quỹ	12.942.076.293	12.942.076.293	-
+	Tiền gửi ngân hàng	101.499.102.889	101.499.102.889	-
+	Tiền đang chuyển	-	-	-
2	Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
3	Các khoản phải thu	65.783.801.435	65.783.801.435	-
4	Vật tư, hàng hóa tồn kho	209.626.500.801	209.626.500.801	-
5	Tài sản lưu động khác	1.458.788.440	1.458.788.440	-
6	Chi phí sự nghiệp	-	-	-
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp	0	19.063.935.987	19.063.935.987
IV	Giá trị quyền sử dụng đất	435.385.067	8.168.286.000	7.732.900.933
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	-	-	-
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	-	-	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	42.033.656.112	0	(42.033.656.112)
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	42.033.656.112	0	(42.033.656.112)
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
	Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (A+B+C+D)	1.297.655.740.792	1.614.761.835.528	317.106.094.736
	Trong đó: Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp (Mục A)	1.255.622.084.680	1.614.761.835.528	359.139.750.848
E	NỢ THỰC TẾ PHẢI TRẢ	114.441.179.182	114.441.179.182	0
1	Nợ phải trả	114.441.179.182	114.441.179.182	0
2	Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi	-	-	-
3	Nguồn kinh phí sự nghiệp	-	-	-
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (A-E)	1.141.180.905.498	1.500.320.656.346	359.139.750.848

PHỤ LỤC 9

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Bia BBB tại 1/1/2005

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
1	2	3	4	5
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	63.673.772.745	67.030.628.845	3.356.856.100
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	23.101.078.207	26.448.705.607	3.347.627.400
<i>1</i>	<i>Tài sản cố định</i>	<i>23.020.281.324</i>	<i>26.228.952.305</i>	<i>3.208.670.981</i>
<i>2</i>	<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	-	-	-
<i>3</i>	<i>Chi phí XDCB dở dang</i>	<i>80.796.883</i>	<i>80.796.883</i>	-
<i>4</i>	<i>Các khoản ký quỹ, ký cược dài hạn</i>	-	-	-
<i>5</i>	<i>Chi phí trả trước dài hạn</i>	-	<i>138.956.419</i>	<i>138.956.419</i>
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	40.572.694.538	40.581.923.238	9.228.700
<i>1</i>	<i>Tiền</i>	<i>24.310.937.239</i>	<i>24.310.937.239</i>	-
	+ Tiền mặt tồn quỹ	248.050.357	248.050.357	-
	+ Tiền gửi ngân hàng	24.062.886.882	24.062.886.882	-
<i>2</i>	<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	-	-	-
<i>3</i>	<i>Các khoản phải thu</i>	<i>4.074.440.221</i>	<i>4.074.440.221</i>	-
<i>4</i>	<i>Vật tư, hàng hóa tồn kho</i>	<i>11.792.459.957</i>	<i>11.792.459.957</i>	-
<i>5</i>	<i>Tài sản lưu động khác</i>	<i>394.857.121</i>	<i>404.085.821</i>	<i>9.228.700</i>
<i>6</i>	<i>Chi phí sự nghiệp</i>	-	-	-
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp (nếu có)	-	-	-
IV	Giá trị quyền sử dụng đất	-	-	-
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	-	-	-
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	-	-	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	217.152.098	217.152.098	-
<i>I</i>	<i>Tài sản cố định và đầu tư dài hạn</i>	<i>180.088.951</i>	<i>180.088.951</i>	-
<i>II</i>	<i>Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn</i>	<i>37.063.147</i>	<i>37.063.147</i>	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
	Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (A+B+C+D)	63.890.924.843	67.247.780.943	3.356.856.100
	Trong đó: Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp (Mục A)	63.673.772.745	67.030.628.845	3.356.856.100
E	NỢ THỰC TẾ PHẢI TRẢ	81.181.983.668	53.611.160.112	(27.570.823.556)
<i>1</i>	<i>Nợ phải trả</i>	<i>81.181.983.668</i>	<i>53.611.160.112</i>	<i>(27.570.823.556)</i>
<i>2</i>	<i>Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi</i>	-	-	-
<i>3</i>	<i>Nguồn kinh phí sự nghiệp</i>	-	-	-
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (A-E)	(17.508.210.923)	13.419.468.733	30.927.679.656

PHỤ LỤC 10

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Công ty Vận tải Xăng dầu XYZ tại 1/1/2005

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
1	2	3	4	5
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	531.073.402.379	557.549.761.076	26.476.358.697
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn (không bao gồm giá trị quyền sử dụng đất)	420.562.051.571	445.936.267.907	25.374.216.336
<i>1</i>	<i>Tài sản cố định hữu hình</i>	<i>374.279.485.216</i>	<i>399.653.701.552</i>	<i>25.374.216.336</i>
<i>2</i>	<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	<i>41.570.811.811</i>	<i>41.570.811.811</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Chi phí XDCB dở dang</i>	<i>4.473.774.544</i>	<i>4.473.774.544</i>	<i>-</i>
<i>4</i>	<i>Các khoản ký quỹ, ký cược dài hạn</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>5</i>	<i>Chi phí trả trước dài hạn</i>	<i>237.980.000</i>	<i>237.980.000</i>	<i>-</i>
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	109.610.250.808	109.768.615.249	158.364.441
<i>1</i>	<i>Tiền</i>	<i>8.369.850.049</i>	<i>8.369.850.049</i>	<i>-</i>
+	Tiền mặt tồn quỹ	460.400.508	460.400.508	-
+	Tiền gửi ngân hàng	6.588.707.170	6.588.707.170	-
+	Tiền đang chuyển	1.320.742.371	1.320.742.371	-
<i>2</i>	<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Các khoản phải thu</i>	<i>73.064.092.572</i>	<i>73.064.092.572</i>	<i>-</i>
<i>4</i>	<i>Vật tư, hàng hóa tồn kho</i>	<i>25.381.347.978</i>	<i>25.381.347.978</i>	<i>-</i>
<i>5</i>	<i>Tài sản lưu động khác</i>	<i>2.794.960.209</i>	<i>2.953.324.650</i>	<i>158.364.441</i>
<i>6</i>	<i>Chi phí sự nghiệp</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp	-	53.877.920	53.877.920
IV	Giá trị quyền sử dụng đất	901.100.000	1.791.000.000	889.900.000
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	-	-	-
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	-	-	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	124.990.925	-	-
I	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	124.990.925	-	-
II	Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	-	-	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	87.174.081	-	-
	Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (A+B+C+D)	531.285.567.385	557.549.761.076	26.264.193.691
	Trong đó: Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp (Mục A)	531.073.402.379	557.549.761.076	26.476.358.697
E	NỢ THỰC TẾ PHẢI TRẢ	328.096.534.659	328.096.534.659	-
<i>1</i>	<i>Nợ phải trả</i>	<i>318.200.752.066</i>	<i>318.200.752.066</i>	<i>-</i>
<i>2</i>	<i>Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi</i>	<i>9.895.782.593</i>	<i>9.895.782.593</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Nguồn kinh phí sự nghiệp</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả (A-E))	202.976.867.720	229.453.226.417	26.476.358.697

PHỤ LỤC 11

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

Tổng Công ty Điện tử và Tin học XYZ tại 1/1/2005

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	482.778.984.977	521.105.819.770	38.326.834.793
I	Tài sản dài hạn (không bao gồm giá trị quyền sử dụng đất)	271.955.861.614	292.630.275.118	20.674.413.504
<i>1</i>	<i>Tài sản cố định</i>	<i>9.605.893.300</i>	<i>5.369.778.554</i>	<i>(4.236.114.746)</i>
+	Tài sản cố định hữu hình	9.522.543.080	5.286.428.334	(4.236.114.746)
+	Tài sản cố định vô hình	83.350.220	83.350.220	-
<i>2</i>	<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	<i>261.521.419.896</i>	<i>286.431.948.146</i>	<i>24.910.528.250</i>
<i>3</i>	<i>Chi phí XDCBDD</i>	<i>828.548.418</i>	<i>828.548.418</i>	<i>-</i>
<i>4</i>	<i>Tài sản dài hạn khác</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
II	Tài sản ngắn hạn	165.878.123.363	165.761.404.652	(116.718.711)
<i>1</i>	<i>Tiền</i>	<i>102.726.078.394</i>	<i>102.726.078.469</i>	<i>75</i>
+	Tiền mặt tồn quỹ	364.511.369	364.511.369	-
+	Tiền gửi ngân hàng	102.361567.025	102.361567.025	-
<i>2</i>	<i>Các khoản phải thu</i>	<i>58.201.848.587</i>	<i>58.201.848.587</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Hàng tồn kho</i>	<i>4.046.534.798</i>	<i>4.046.534.798</i>	<i>-</i>
<i>4</i>	<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	<i>903.661.584</i>	<i>903.661.584</i>	<i>-</i>
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp			
IV	Giá trị quyền sử dụng đất	44.945.000.000	62.714.140.000	17.769.140.000
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	-	-	-
I	Tài sản dài hạn	-	-	-
II	Tài sản ngắn hạn	-	-	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	-	-	-
I	Tài sản dài hạn	-	-	-
II	Tài sản ngắn hạn	-	-	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
	Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (A+B+C+D)	482.778.984.977	521.105.819.770	38.326.834.793
E1	Nợ phải trả	80.794.453.781	80.798.453.781	4.000.000
E2	Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi	337.822.104	333.822.104	(4.000.000)
E3	Nguồn kinh phí sự nghiệp	1.736.406.554	1.451.406.554	(285.000.000)
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả (A-(E1+E2+E3))	399.910.302.538	438.522.137.331	38.611.834.793

PHỤ LỤC 12

Kết quả định giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản

BH_ABC tại 31/12/2005

TT	Chỉ tiêu	Số liệu trên sổ sách kế toán (VNĐ)	Số liệu xác định lại (VNĐ)	Chênh lệch (VNĐ)
A	TÀI SẢN ĐANG DÙNG (I+II+III+IV)	13.573.271.275.837	14.424.829.793.658	851.558.517.821
I	Tài sản dài hạn (không bao gồm giá trị quyền sử dụng đất)	10.708.280.651.364	11.036.889.068.722	328.608.417.358
<i>1</i>	<i>Tài sản cố định</i>	<i>310.688.271.914</i>	<i>361.999.720.054</i>	<i>51.311.448.140</i>
+	Tài sản cố định hữu hình	302.519.339.478	353.830.787.618	51.311.448.140
+	Tài sản cố định vô hình	8.168.932.436	8.168.932.436	-
<i>2</i>	<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	<i>9.996.282.474.516</i>	<i>10.273.579.443.734</i>	<i>277.296.969.218</i>
<i>3</i>	<i>Chi phí XDCBDD</i>	<i>380.032.500.989</i>	<i>380.032.500.989</i>	<i>-</i>
<i>4</i>	<i>Tài sản dài hạn khác</i>	<i>21.277.403.945</i>	<i>21.277.403.945</i>	<i>-</i>
II	Tài sản ngắn hạn	2.864.990.624.473	2.865.042.304.800	51.680.327
<i>1</i>	<i>Tiền</i>	<i>388.511.971.522</i>	<i>388.563.651.849</i>	<i>51.680.327</i>
+	Tiền mặt tồn quỹ	67.206.853.149	67.239.487.881	32.634.732
+	Tiền gửi ngân hàng	321.134.100.773	321.153.146.368	19.045.595
+	Tiền đang chuyển	171.017.600	171.017.600	-
<i>2</i>	<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	<i>1.719.387.655.368</i>	<i>1.719.387.655.368</i>	<i>-</i>
<i>3</i>	<i>Các khoản phải thu</i>	<i>719.096.703.749</i>	<i>719.096.703.749</i>	<i>-</i>
<i>4</i>	<i>Hàng tồn kho</i>	<i>22.211.980.482</i>	<i>22.211.980.482</i>	<i>-</i>
<i>5</i>	<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	<i>15.782.313.351</i>	<i>15.782.313.351</i>	<i>-</i>
III	Giá trị lợi thế doanh nghiệp	-	82.289.991.136	82.289.991.136
IV	Giá trị quyền sử dụng đất	-	440.608.429.000	440.608.429.000
B	TÀI SẢN KHÔNG CẦN DÙNG	-	-	-
C	TÀI SẢN CHỜ THANH LÝ	-	-	-
D	TÀI SẢN HÌNH THÀNH TỪ QUỸ KHEN THƯỞNG, PHÚC LỢI	-	-	-
	Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp (A+B+C+D)	13.573.271.275.837	14.424.829.793.658	851.558.517.821
	Trong đó: Tổng giá trị thực tế của doanh nghiệp (Mục A)	13.573.271.275.837	<u>14.424.829.793.658</u>	851.558.517.821
E1	Nợ phải trả	11.725.075.949.193	11.725.075.949.193	-
E2	Số dư quỹ Khen thưởng, Phúc lợi	170.500.834.726	170.500.834.726	-
E3	Nguồn kinh phí sự nghiệp	-	-	-
	Tổng giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (Tổng giá trị thực tế của DN trừ (-) nợ thực tế phải trả (A-(E1+E2+E3))	1.677.694.491.917	2.529.253.009.739	851.558.517.821