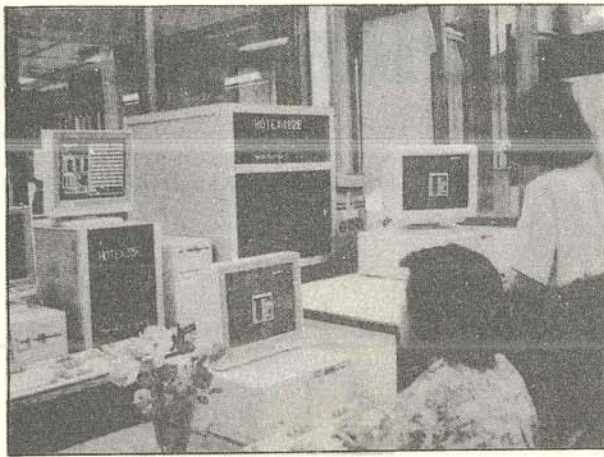




Cổ phần hóa dường như là tất yếu trong quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung, hành chính, quan liêu, bao cấp sang nền kinh tế thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa, có sự quản lý của nhà nước. Điều đó thì mọi người đều thấu hiểu, song vấn đề đặt ra hiện nay là quá trình cổ phần hóa (CPH) diễn ra chậm chạp, đang gặp phải nhiều trở lực, đang ảnh hưởng đến quá trình chuyển đổi nền kinh tế. Nguyên nhân của tình hình trên thì có nhiều, cụ thể là có doanh nghiệp không muốn CPH, có doanh nghiệp muốn CPH song lại sợ không người kinh doanh nào mua; tâm lý của giám đốc sợ CPH sẽ mất đi chức vụ và quyền hành; thiếu thị trường chứng khoán; thiếu nhu cầu mua cổ phiếu và quan trọng hơn là việc tính toán giá trị doanh nghiệp đang gặp phải khó khăn lớn như: làm thế nào để tính đúng tính đủ, có bao nhiêu cách tính giá trị của doanh nghiệp; xác định giá trị của doanh nghiệp như thế nào để phù hợp với nhu cầu người mua, để bán được nhiều. Mặt khác, xác định giá trị doanh nghiệp như thế nào để đảm bảo lợi ích kinh tế, chính trị cho nhà nước.

XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VẤN ĐỀ CĂN BẢN ĐỂ THÚC ĐẨY CỔ PHẦN HÓA CÁC DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

PTS. ĐÀO DUY HUÂN, Thạc sĩ TRẦN ĐÌNH PHỤNG

Do tính rộng lớn của vấn đề, trong phạm vi bài viết này chỉ bàn đến một số phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp. Thông thường giá trị của doanh nghiệp gồm có 3 bộ phận:

- Giá trị tài sản của doanh nghiệp.
- Giá trị đất doanh nghiệp đã sử dụng vào sản xuất kinh doanh.

- Giá trị của các yếu tố làm tăng thêm giá trị doanh nghiệp như: địa điểm, uy tín, tiếng tăm của doanh nghiệp...

Dựa trên sự phân biệt đó sẽ có các cách tính giá trị doanh nghiệp trong quá trình CPH như sau:

1. Cách tính giá trị nội tại được xem là thực thể, là cơ sở vật chất của doanh nghiệp, giá trị nội tại chính là giá trị đánh giá của tất cả các bộ phận tài sản của doanh nghiệp (kể cả giá trị đất). Do đó giá trị nội tại là căn cứ quan trọng để định giá doanh nghiệp, cụ thể như sau:

a. Cách tính dựa vào giá thị trường, là giá bán tài sản đó trên thị trường vào thời điểm đánh giá tài sản doanh nghiệp. Giá thị trường chỉ ra giá của từng tài sản riêng biệt. Không có giá chung nhất cho tất cả các tài sản doanh nghiệp. Nếu ai đó tính giá chung nhất cho toàn bộ các tài sản doanh nghiệp thì sẽ sai lầm.

Thông thường người ta sử dụng công thức sau đây để

$$\text{tính các tài sản doanh nghiệp } G = \sum_{i=1}^n G_i$$

Trong đó G là tổng giá trị nội tại của doanh nghiệp tính theo giá thị trường tại thời điểm đánh giá

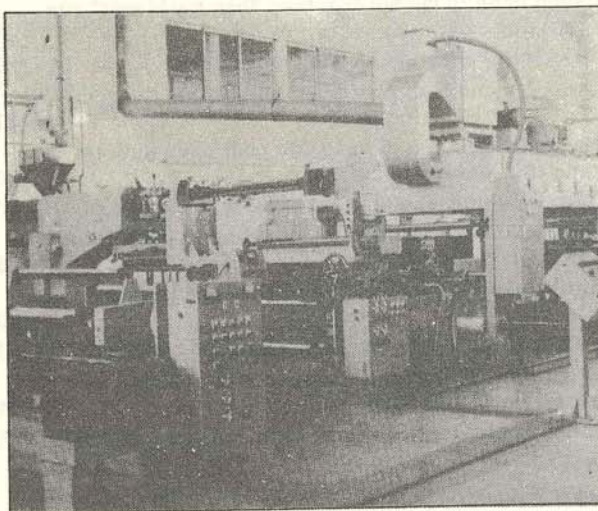
G_i là giá thị trường của từng tài sản cụ thể tại thời điểm đánh giá.

n là số loại tài sản cụ thể.

Cách tính này tuy đơn giản nhưng chưa tính đến tính chất hệ thống của toàn bộ tài sản doanh nghiệp. Do đó phương pháp này thường được sử dụng trong trường hợp giải thể doanh nghiệp.

b. Phương pháp giá trị khôi phục

Giá trị khôi phục của tài sản là số tiền cần thiết để tái sản xuất tài sản hiện có hoặc tương tự vào thời điểm đánh giá. Trên thực tế do tiến bộ về khoa học kỹ thuật nhanh nên khó tìm được loại tài sản giống hệt tài sản cũ. Do vậy, khi đánh giá phải tính đến cả yếu tố hao mòn vô hình của



2 PHÁT TRIỂN KINH TẾ

tài sản.

c. Phương pháp giá trị tài sản có điều chỉnh

Đây là phương pháp chính thống đã được nhà nước qui định trong bản đề án kèm theo QĐ 202/CT ngày 8.6.1992 của HDBT.

Phương pháp này xác định giá trị tài sản của doanh nghiệp dựa trên cơ sở giá trị hữu hình hiện tại và có điều chỉnh trực tiếp hoặc gián tiếp theo thị trường để có một giá trị thực tại thời điểm CPH.

c1. Xác định giá trị tài sản của doanh nghiệp (trừ đất):

Bước một: giá trị tài sản của doanh nghiệp được tính theo hai trường hợp:

Nếu doanh nghiệp đã được giao vốn thì giá trị tài sản của doanh nghiệp chính là giá trị vốn được giao cộng hoặc trừ các khoản tăng, giảm vốn kể cả các khoản bảo toàn vốn theo hệ số phải bảo toàn đến thời điểm CPH.

Nếu như doanh nghiệp chưa được giao vốn thì giá trị tài sản của doanh nghiệp là giá trị tài sản đã kiểm kê và đánh giá lại vào ngày 1.1.1990.

Bước hai: xác định lại giá trị tài sản cho sát thực tế hơn trên cơ sở khả năng bán các tài sản cố định trên thị trường và lợi thế của doanh nghiệp về các mặt.

Việc xác định giá trị doanh nghiệp như trên mặc dù có điều chỉnh theo giá thị trường nhưng chưa tính đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Đặc biệt trong điều kiện nước ta, máy móc, thiết bị rất phức tạp cả về nguồn gốc (thời gian, nước sản xuất) lẫn tình trạng của tài sản (đã khấu hao hết, mới nhập, đã hư hỏng nhiều, lạc hậu...). Theo số liệu điều tra các DNNN của Bộ công nghiệp nhẹ trên 727 thiết bị và 3 dây chuyền công nghệ ở 42 nhà máy thì có 76% máy nhập thuộc thế hệ từ những năm 50 - 60; 2/3 thiết bị đã khấu hao hết và 1/2 là đồ tân trang, nhiều máy móc của doanh nghiệp hiện không có bán trên thị trường trong và ngoài nước. Do vậy, không thể có một cách duy nhất hoặc một hệ số cho mọi tài sản, và phải theo từng trường hợp cụ thể để xử lý: Có thể dùng giá của loại tương tự hoặc theo giá cũ nhân với hệ số trượt giá... Theo qui định hiện hành của nhà nước về chế độ bảo tồn vốn: máy móc nhập của các nước tư bản chủ nghĩa hệ số là 2,56 lần; nhập của các nước XHCN hệ số là 4,16 lần; nhà xưởng hệ số 1,76 lần, còn vốn lưu động thì tính theo hệ số trượt giá...

Tuy nhiên phương pháp này cần phải được dùng phối hợp với các phương pháp khác thì mới có sức thuyết phục.

c2. Xác định giá trị đất của doanh nghiệp:

Từ trước đến nay chúng ta coi đất là tư liệu sản xuất đặc biệt, không ghi giá nên chưa bao giờ tính giá trị đất một cách chính thức và đầy đủ. Nhưng trên thực tế thì đất lúc nào cũng có giá và được mua bán dưới nhiều hình thức, đặc biệt trong kinh tế thị trường. Do đó, khi xác định giá trị doanh nghiệp phải xác định cả giá trị đất - một bộ phận không thể thiếu của doanh nghiệp.

Có thể có hai cách tính như sau:

- Giá trị của đất được tính vào giá trị DN và coi như phần góp vốn của nhà nước vào công ty cổ phần. Giá trị này phải được điều chỉnh theo thời giá, thường là 5 năm một lần, cách làm này đáp ứng được hai điều kiện:

+ Giá đất phải là một bộ phận giá trị DN theo thông lệ quốc tế.

+ Không thay đổi quyền sở hữu đất như luật pháp hiện hành qui định.

Đây cũng là cách làm hiện nay trong thực tế khi DNNN ta liên doanh với nước ngoài.

- Tuy vẫn xác định giá trị đất nhưng không gộp vào giá trị DN để CPH mà coi như nhà nước cho thuê đất. Giá đất sẽ được tính vào chi phí sản xuất kinh doanh và doanh nghiệp trích trả cho nhà nước hàng năm.

Cả hai cách tính này đều gặp một khó khăn chung phải xử lý. Đó là, các DNNN của ta lâu nay vẫn chiếm rất nhiều đất, lại là đất nằm ở những vị trí rất thuận lợi nên giá rất cao. Nếu tính ngay lần đầu giá trị đất vào giá trị DN thì giá trị DN sẽ lớn, làm tăng giá cổ phiếu và sẽ rất khó bán. Hoặc nếu tính toán bộ giá trị đất vào chi phí sản xuất kinh doanh ngay năm đầu thì sẽ đội giá bán hoặc DN phải chịu lỗ và công ty cổ phần sẽ không đảm bảo được lãi suất hấp dẫn.

Như vậy là trong cả hai trường hợp, nhà nước chưa thể

tính đầy đủ giá đất ngay khi CPH, mà phải tính dần, trích dần vào chi phí (tính nhiều năm tùy khả năng chịu đựng của DN). Đây rõ ràng vẫn còn sự bao cấp mà nhà nước chưa thể xóa bỏ ngay được và người chịu thiệt không ai khác hơn là nhà nước.

Trong điều kiện hiện nay, khi Luật đất đai chưa sửa đổi, cho phép nhà nước bán đất, thì áp dụng theo cách thứ nhất là hợp lý hơn và phù hợp với thông lệ quốc tế.

Về giá đất có thể có các trường hợp sau:

- Theo giá thuê đất đã qui định trong Luật đầu tư nước ngoài tại VN: Từ 0,5 - 18 USD/m² một năm, nhưng thông thường người ta cho thuê khoảng 30 năm, nên giá đất sẽ là 15 - 540 USD/m².

Theo mức giá này hiện nay vẫn rẻ so với thị trường nhưng các nhà đầu tư vẫn chưa thỏa mãn do khoảng cách từ tối thiểu đến tối đa quá lớn, các địa phương thường có xu hướng đẩy lên mức tối đa.

- Theo giá tính thuế đất theo Luật thuế nhà đất.

- Theo giá mà hiện các DN đang thuê của nhà nước.

Đây là mức giá mà nhà nước còn bao cấp đối với DN.

- Theo giá thị trường (mọi người đang mua bán). Giá này tuy sát với thị trường nhưng không phải là giá hợp pháp.

Trong trường hợp thí điểm, nhà nước chủ trương tính giá đất theo giá cho thuê qui định trong Luật đầu tư (TT 50 TC/CTDN ngày 31.7.93).

2. Phương pháp tổng hợp

Đặc điểm của phương pháp này là việc đánh giá giá trị DN dựa trên cơ sở đánh giá một cách tổng quát toàn bộ giá trị của DN (hữu hình và vô hình), không xác định giá trị từng bộ phận riêng lẻ theo những phương pháp khác nhau rồi cộng lại.

Cơ sở khoa học của phương pháp này là trong nền kinh tế thị trường thì mọi khả năng sinh lợi của DN đều có thể tính được bằng tiền và được biểu hiện một cách tổng hợp bằng lợi nhuận hoặc thu nhập.

Giá trị DN được tính theo phương pháp này phụ thuộc vào nhiều yếu tố tác động đến kết quả kinh doanh của DN: Các chỉ tiêu tài chính, trình độ tổ chức quản lý, đội ngũ lao động, uy tín... Nói một cách khác là phụ thuộc vào khả năng sinh lợi của DN. Đây là điều mà các nhà đầu tư quan tâm.

Công thức tổng quát để xác định giá trị DN theo phương pháp này như sau:

$$V = \frac{P}{r} \quad (1)$$

Công thức trên xuất phát từ nguyên lý:

$$\text{Tỉ suất lợi nhuận (r)} = \frac{\text{Tổng số lợi nhuận (P)}}{\text{Tổng số vốn (V)}}$$

Trong kinh tế thị trường, khi quyết định đầu tư, các nhà đầu tư thường so sánh lãi suất sẽ nhận với lãi suất tiết kiệm, lãi suất công trái... tốc độ lạm phát. Do đó hình thành nguyên tắc:

Lãi suất cổ phần > lãi suất tiết kiệm > tốc độ lạm phát.

Trong trường hợp xác định giá trị DN để bán (CPH) thì công thức (1) được viết lại như sau:

$$\text{Giá trị DN (CPH)} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng bình quân năm của 5 năm tới}}{\text{Lãi suất cổ phiếu tháng} \times 12} \quad (2)$$

Theo công thức (2), lãi suất cổ phiếu là con số cố định, được xác định trước nên giá trị của DN tỉ lệ thuận với số lợi nhuận có thể thu được.

Tuy nhiên, trên thực tế cổ đông có thể nhận lãi suất cổ phiếu cao hơn, bằng hoặc thấp hơn lãi suất dự kiến. Điều này giải thích sự mua đi, bán lại các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán diễn ra nhộn nhịp và đầy hấp dẫn.

Khi xác định giá trị DN theo phương pháp lợi nhuận cần chú ý:

- Trước tiên cần phân DN đánh giá thành hai loại:
+ DN tiếp tục sản xuất kinh doanh những mặt hàng cũ thì có thể dựa vào các chỉ tiêu tài chính DN đã đạt được trong các năm trước đó và triển vọng trong các năm tới để tính toán.

+ DN chuyển hướng kinh doanh: Căn cứ vào năng lực của DN, và các DN tương tự để dự kiến các chỉ tiêu tài chính, có như vậy việc xác định giá trị DN mới đạt kết quả tốt.

- Xác định mức lãi ròng hàng năm: lãi ròng hàng năm là lợi nhuận còn lại sau khi trừ thuế lợi tức. Các số liệu này được xác định trên cơ sở tốc độ tăng trưởng dự kiến của DN trong 5 năm tiếp theo.

Cũng theo phương pháp tổng hợp người ta còn cách tính thứ hai như sau:

Xuất phát từ đẳng thức:

$$G. \text{trị DN} - \text{lãi ròng bình quân} \times \frac{\text{Giá vốn đưa vào SXKD}}{\text{(CPH) năm (5 năm tới) lãi ròng bình quân 5 năm}}$$

$$\text{Ký hiệu: } Vb = Pr \times \frac{V}{Pr}$$

Trong trường hợp bình thường thì $V = Vb$, tức là toàn bộ tài sản của DN đều được tính toán chính xác và đầy đủ đưa vào CPH.

Nhưng vấn đề đặt ra ở đây là xác định Vb , tức là xác định giá trị DN để bán. Do đó Vb có thể lớn hơn, có thể nhỏ hơn V . Vì vậy cần phải thay lợi nhuận ròng bình quân năm trong 5 năm tới của DN thành lợi nhuận ròng bình quân năm trong 5 năm tới của ngành ($Pr - Png$). Ta có công thức tính giá trị DN đem bán:

$$Vb = V \times \frac{Pr}{Png}$$

$$\text{Hoặc: } Vb = V \times H$$

$$\text{Trong đó: } H = \frac{Pr}{Png}$$

Trong công thức này H là biến của hàm Vb . Vì vậy, mỗi sự thay đổi của H đều dẫn đến sự thay đổi của Vb .

Khi áp dụng công thức này ta thấy V và Vb khác nhau như sau:

- $V > Vb$: Khi một số tài sản của DN không thể đem bán như: vốn vay, vốn nhận liên doanh, liên kết, tài sản chờ thanh lý...

- $V = Vb$: Trong trường hợp này toàn bộ tài sản đều thuộc quyền sở hữu của DN và đang được sử dụng trong kinh doanh.

- $V < Vb$: Trường hợp này xảy ra khi tất cả các cổ đông chấp nhận cho DN bán các loại tài sản không thuộc quyền sở hữu của DN như: Vốn vay nợ, vốn liên doanh.... Nếu các chủ nợ, người góp vốn liên doanh đồng ý và chuyển thành cổ phần của họ.

Mặt khác, do Vb là hàm của H mà H thì có thể bằng 1, nhỏ hơn 1 hoặc lớn hơn 1. Nghĩa là:

+ $H = 1 \rightarrow Vb = V$: Khi lợi nhuận bình quân năm trong 5 năm tới của DN bằng lợi nhuận bình quân ngành.

+ $H > 1 \rightarrow Vb > V$: Lợi nhuận bình quân năm của DN cao hơn lợi nhuận bình quân của ngành.

+ $H < 1 \rightarrow Vb < V$: Lợi nhuận bình quân năm trong 5 năm tới của DN thấp hơn của ngành.

Khó khăn trong việc áp dụng phương pháp này là ở chỗ: Làm thế nào để tính được Png vì trên thực tế, làm gì có những DN có điều kiện xuất sản kinh doanh hoàn toàn giống nhau.

Tóm lại, xác định giá trị DN theo phương pháp lợi nhuận sẽ cho kết quả chính xác hơn phương pháp đánh giá theo giá trị nội tại và xuất phát từ quan điểm kinh tế thị trường. Phương pháp này đã được nhiều nước trên thế giới áp dụng và đạt kết quả cao. Đối với nước ta, trong giai đoạn hiện nay chưa có một nền kinh tế thị trường thực sự, thị trường chứng khoán chưa hình thành, các DNNN đang hoạt động trong thời kỳ chuyển đổi vừa mang tính chất thị trường, vừa mang tính chất tập trung bao cấp, số DN kinh doanh có hiệu quả không nhiều nên việc xác định giá trị DN theo phương pháp này sẽ ít chính xác và khó khăn. Vì vậy, trước mắt ta coi việc dùng phương pháp lợi nhuận như là phương pháp hỗ trợ cho phương pháp giá trị tài sản có điều chỉnh ♣

4 PHÁT TRIỂN KINH TẾ

Trong lịch sử phát triển kinh tế của nhân loại, những công ty cổ phần đầu tiên đã xuất hiện cách đây vài thế kỷ (như công ty Anh - Đông Ấn, Hà Lan - Đông Ấn). Ở các nước tư bản phát triển, cổ phần hóa (CPH) đã trở thành hiện tượng phổ biến, kể cả những người lao động cũng tham gia mua cổ phiếu của các công ty tư bản.

Hàn Quốc đã hơn 10 năm nay thực hiện CPH những doanh nghiệp nhà nước (DNNN) làm ăn có lãi. Nhà nước nắm 51% số cổ phần. Trong số 49% cổ phiếu còn lại được bán ra thì 90% là bán cho công nhân làm việc trong các xí nghiệp đó, bán với giá bằng nửa giá cổ phiếu...

Cái lợi của CPH đã được nhìn nhận khá rõ: đó là phương thức tập trung vốn, huy động vốn, tạo ra một cơ chế thực hiện sở hữu năng động hơn, và sự biến động của thị giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán là dấu hiệu nhanh chóng nhất cho biết thực trạng hoạt động doanh nghiệp, cũng như thực trạng hoạt động của nền kinh tế. Việc CPH có người lao động tham gia là thực hiện những quy luật và tâm lý, về lợi ích của người muốn được làm chủ, làm cho mình để họ gắn bó hơn với công việc, lao động sáng tạo hơn.

Đó cũng là những lý do của chủ trương CPH các DNNN ở nước ta hiện nay nhằm làm cho hoạt động xí nghiệp năng động, có hiệu quả hơn, và qua CPH mà bổ sung thêm một phần nguồn thu cho ngân sách.

Những doanh nghiệp nào của nhà nước cần CPH? Có những loại doanh nghiệp cần phải 100% vốn của nhà nước, như các loại doanh nghiệp phục vụ, doanh nghiệp liên quan trực tiếp tới an ninh quốc phòng, hoặc có những doanh nghiệp tạo nguồn thu lớn cho ngân sách.

Những doanh nghiệp còn lại có thể CPH. Nhưng tiến trình CPH những năm qua cực kỳ chậm chạp. Tình trạng phổ biến là công nhân (và có xí nghiệp cả giám đốc, tổ chức Đảng, các tổ chức đoàn thể) chưa thuận chiều với chủ trương CPH. Điều đó do nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan.

Trước hết, ở nước ta chưa phát triển hoạt động kiểm toán độc lập, có thể đưa ra được những con số đáng tin cậy về hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp.

Thực trạng sản xuất kinh doanh của các xí nghiệp là lời giả hay lộ thật? Hoạt động trong tương lai của chúng sẽ như thế nào? Người có dự định mua cổ phiếu chưa yên tâm về vấn đề này. Tâm lý mua cổ phiếu là "giao trứng cho ác" không phải là không có nếu chưa có một tổ chức giúp người mua cổ phiếu kiểm soát hoạt động các doanh nghiệp.

Khi số cổ phiếu, số cổ đông tăng lên thì ai sẽ là người đại diện quyền lợi cho những công nhân để bỏ phiếu