

Định giá hay đánh giá doanh nghiệp là quá trình xác định giá trị của một doanh nghiệp. Đặc biệt khi thực hiện chủ trương cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước thì việc xác định giá trị của doanh nghiệp càng trở thành một việc làm cấp thiết và là vấn đề mấu chốt làm cơ sở cho việc cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Có thể nói, đây là một vương mãc to lớn và phổ biến ở hầu hết các nước khi thực hiện chương trình tư nhân hóa và nó cũng đang là một trong những nguyên nhân chủ yếu làm chậm tiến trình cổ phần hóa ở nước ta hiện nay.

XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ CHỦ TRƯỞNG CỔ PHẦN HÓA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

NGUYỄN TẤN HOÀNG

Việc xác định giá trị doanh nghiệp là hết sức cần thiết và nhằm phục vụ cho nhiều mục đích khác nhau. Tùy vào từng mục đích cụ thể cần phải có những phương pháp định giá thích hợp. Tuy nhiên các nhà kinh tế trên thế giới đều thừa nhận đây là một vấn đề hết sức phức tạp.

1. Một số vấn đề lý luận cơ bản về việc xác định giá trị doanh nghiệp

Để xác định giá trị doanh nghiệp một cách đầy đủ và hợp lý cũng như để có thể lựa chọn một phương pháp định giá thích hợp phục vụ cho nhu cầu cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước cần phải chú ý đến một số vấn đề sau:

Thứ nhất: Cần xác định cụ thể mục đích của việc định giá doanh nghiệp.

Nhu cầu xác định giá trị doanh nghiệp hiện nay ở nước ta chủ yếu là nhằm phục vụ cho việc cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước. Do đó, để có thể xác định đúng đắn mục đích của việc xác định giá trị doanh nghiệp cần phải đi từ nhận thức đúng đắn về mục tiêu cơ bản của chủ trương cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước.

Dựa vào quan điểm của Đảng và Nhà nước về chủ trương cổ phần hóa, có thể nhận thấy mục tiêu cơ bản của chủ trương cổ phần hóa là nhằm đổi mới các doanh nghiệp nhà nước, thay đổi về cơ chế quản lý của doanh nghiệp nhà nước, tạo một sức sống mới, một động lực mới thúc đẩy các doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả hơn, khắc phục những yếu kém hiện nay của các doanh nghiệp nhà nước nhằm xứng đáng với vai trò chủ đạo của doanh nghiệp nhà nước trong nền kinh tế, qua đó làm giảm bớt gánh nặng cho ngân sách nhà nước. Từ nhận thức đúng đắn về chủ trương cổ phần hóa như trên chúng ta có thể khẳng định việc xác định giá trị doanh nghiệp là một công đoạn trong toàn bộ tiến trình thực hiện cổ

phần hóa ở nước ta. Điều này cũng có nghĩa là việc thu hồi vốn cho nhà nước khi thực hiện cổ phần hóa phải được xem xét trong phạm vi toàn bộ nền kinh tế, không nên áp dụng ở từng doanh nghiệp cụ thể. Điều này cho phép chúng ta khi xác định giá trị của từng doanh nghiệp cụ thể có thể chấp nhận một giá trị cao hơn hoặc thấp hơn so với giá trị thực tế của doanh nghiệp.

Thứ hai: Giá trị của doanh nghiệp được xác định không phải chỉ dựa vào giá trị của các phương tiện sản xuất, nhà cửa, nguyên vật liệu mà điều quan trọng hơn lại chính là giá trị phối hợp giữa các

phương tiện sản xuất đó với nhau.

Do đó, trong thực tế giá trị của doanh nghiệp được xác định dựa trên 3 nội dung cơ bản như sau: giá trị chứng khoán hay còn gọi là vốn chứng khoán, giá trị nội tại hay còn gọi là giá trị toán học, giá trị năng suất (là giá trị được tính toán từ các kết quả tương lai và các kết quả này được vốn hóa theo các yếu tố khác nhau).

Nói chung, giá trị doanh nghiệp vẫn hiện hữu ngay khi cả không có việc chuyển nhượng. Nó dựa trên một sự đánh giá thuần túy, căn cứ vào các khái niệm về tính hữu ích và sức mua bán do các nhà đầu tư, các chuyên viên định giá thực hiện dựa vào các tài sản sẵn có của doanh nghiệp.

Thứ ba: Giá tiền của một doanh nghiệp lại là một thực tại nó chính là kết quả của quá trình thỏa thuận, mặc cả giữa một bên có nhu cầu mua thực sự với một bên có nhu cầu bán thực sự. Nó phụ thuộc vào quan hệ cung cầu đồng thời cũng thể hiện toàn bộ các tính toán, cân nhắc khách quan, chủ quan của cả hai bên. Vì vậy, giá tiền của một doanh nghiệp chính là kết quả cuối cùng của việc chuyển nhượng, nó có thể cao hơn hoặc thấp hơn giá trị của doanh nghiệp. Đặc biệt, chúng ta thấy rằng bất kỳ một loại tài sản (hoặc doanh nghiệp) nào cũng sẽ có một giá trị nhất định với một đối tượng nào đó (đối tượng có quan tâm nhiều nhất đến tài sản hoặc doanh nghiệp đó). Vì vậy, nếu định giá một doanh nghiệp nhằm mục đích nhượng bán, thanh lý, cổ phần hóa nên tiến hành một cách công khai thông qua thị trường chứng khoán hoặc đấu thầu, đấu giá (nếu có điều kiện) sẽ đạt được kết quả tốt hơn và chính xác hơn.

2. Đánh giá về phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp hiện hành

- Quan điểm của Nhà nước về công

tác định giá doanh nghiệp để tiến hành cổ phần hóa

Xuất phát từ cơ chế bảo toàn và phát triển vốn nên quan điểm về định giá doanh nghiệp của chúng ta từ trước đến nay là phải làm thế nào để giá trị doanh nghiệp sau khi xác định tối thiểu cũng phải bằng phần giá trị mà doanh nghiệp nhà nước có trách nhiệm phải bảo toàn và phát triển, tránh tình trạng mất vốn Nhà nước. Vì vậy, dù đã có nhiều thay đổi trong việc xác định giá trị doanh nghiệp thể hiện qua nghị định 28/CP ngày 07.05.1996 và nghị định 44/CP ngày 29.06.1998, nhưng chúng ta thấy việc định giá một doanh nghiệp nhà nước ở nước ta hiện nay cũng chỉ dừng lại ở mô hình tài sản có điều chỉnh (có chú ý đến tỷ lệ sinh lời của doanh nghiệp), chủ yếu là chú trọng vào giá trị của sổ sách kế toán.

- Ưu, nhược điểm của phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp hiện hành:

Thực chất của phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp hiện nay của chúng ta chính là phương pháp giá trị tài sản có điều chỉnh, được thực hiện căn cứ vào chất lượng còn lại và giá trị hiện hành của từng loại tài sản để xác định giá trị thực tế còn lại của từng loại tài sản.

• Phương pháp xác định giá trị tài sản hữu hình:

Có thể khái quát công thức tính giá trị của tài sản hữu hình của chúng ta hiện nay là:

$$G = \sum_{i=1}^n G_i$$

Trong đó:

G : Giá trị doanh nghiệp sau khi kiểm kê đánh giá lại

G_i : Giá trị thực tế của tài sản thứ i tại thời điểm cổ phần hóa.

n : Số loại tài sản của doanh nghiệp có tại thời điểm cổ phần hóa.

Phương pháp này tuy đơn giản và tính được giá trị của từng loại tài sản sát với thực tế nhưng lại không chính xác khi dùng để xác định giá trị của một doanh nghiệp. Bởi vì, giá trị doanh nghiệp không phải là phép cộng đơn giản giá trị thực tế của từng tài sản mà phải đánh giá chúng qua giá trị hữu ích của tài sản, tính chất đồng bộ của các loại tài sản với nhau, khả năng sinh lợi do việc phối hợp các tài sản với nhau. Vì vậy, ngoài giá trị nội tại của doanh nghiệp còn cần phải tính đến các giá trị năng suất, giá trị kinh tế của doanh nghiệp.

Mặt khác, việc điều chỉnh giá trị của từng loại tài sản thực chất vẫn chỉ do một bên là người chủ sở hữu của tài sản tiến hành nên không đúng với nguyên tắc định giá đã được đặt ra là phải có sự thỏa thuận giữa người mua và người bán. Có thể nói, việc điều chỉnh giá chỉ phụ thuộc vào nhận thức chủ quan của những người có thẩm quyền. Vì vậy, nếu giá

được xác định quá cao doanh nghiệp sẽ khó bán cổ phiếu, ngược lại nếu xác định giá thấp thì nhà nước sẽ bị thiệt. Do đó, khi xác định giá trị doanh nghiệp nếu có thể thông qua đầu thầu để có được một giá trị hợp lý.

• Phương pháp xác định giá trị lợi thế của doanh nghiệp:

- Theo quy định, muốn xác định được giá trị lợi thế của doanh nghiệp trước hết cần phải tiến hành so sánh với tỷ suất lợi nhuận trên vốn kinh doanh bình quân chung của doanh nghiệp cùng loại trong cùng ngành kinh tế kỹ thuật. Vấn đề ở đây là sẽ chọn doanh nghiệp cụ thể nào để so sánh. Bởi vì, khi so sánh với những doanh nghiệp cụ thể khác nhau giá trị lợi thế của doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa cũng sẽ khác nhau.

- Trường hợp doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch nhưng lại thấp hơn mức lãi vay của ngân hàng trong cùng thời điểm thì có được xem là có giá trị lợi thế hay không?

- Trường hợp tỷ suất lợi nhuận hàng năm của doanh nghiệp đang có xu hướng giảm dần thì tính giá trị lợi thế như thế nào?

• Đối với những doanh nghiệp có tính đặc thù:

Những doanh nghiệp do đặc điểm hoạt động của mình, tuy nắm giữ một lượng tài sản rất ít nhưng lại có khả năng tạo ra một lượng doanh thu, lợi nhuận rất lớn, ví dụ như các ngành bảo hiểm, ngân hàng, quảng cáo... Đối với những ngành này rõ ràng phương pháp đánh giá hiện nay của chúng ta là hoàn toàn không chính xác. Thậm chí ngay khi tiến hành cổ phần hóa thì mục tiêu cổ phần hóa cụ thể của từng doanh nghiệp cũng có thể làm cho phương pháp định giá doanh nghiệp khác nhau.

Vì vậy, cần phải có nhiều phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp phù hợp với đặc điểm của từng doanh nghiệp cụ thể.

3. Một vài ý kiến để hoàn thiện công tác xác định giá trị doanh nghiệp hiện nay

Để có xác định được giá trị doanh nghiệp một cách nhanh chóng và hợp lý phục vụ cho nhu cầu cổ phần hóa và đa dạng hóa sở hữu các doanh nghiệp nhà nước. Chính phủ cần phải thực hiện một số vấn đề sau:

a. Nhanh chóng xây dựng một hệ thống phương pháp luận về định giá doanh nghiệp: bao gồm nhiều phương pháp định giá khác nhau phù hợp với những mục tiêu khác nhau của nhu cầu cải cách doanh nghiệp nhà nước như: hợp nhất, sáp nhập, giải thể, thanh lý và cổ phần hóa, hoặc bán thẳng sang khu vực tư nhân.

Đối với những doanh nghiệp nhỏ, Nhà nước có nhu cầu chuyển 100% quyền sở hữu sang các thành phần kinh tế khác, nếu có thể được nên chọn hình thức

đấu thầu thì sẽ đạt được giá bán doanh nghiệp ở mức cao nhất. Tuy nhiên, Nhà nước cần phải lựa chọn được nhiều nhà đầu tư chiến lược tham gia vào quá trình đấu thầu mới có thể đạt được những kết quả tốt đẹp.

Đối với trường hợp cổ phần hóa, bán hẳn doanh nghiệp cho tư nhân tùy trường hợp cần phải đặt vấn đề có nên cơ cấu lại doanh nghiệp trước khi cổ phần hóa hoặc bán hẳn doanh nghiệp cho khu vực tư nhân.

Đối với giá trị lợi thế, uy tín và vị trí địa lý của doanh nghiệp cần phải có nhiều phương pháp xác định và cần lưu ý một số vấn đề sau:

- Trường hợp xác định giá trị lợi thế của doanh nghiệp theo phương pháp hiện nay cần điều chỉnh một số điểm như sau:

+ Khi xác định tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch của doanh nghiệp cổ phần hóa không nên so sánh với tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp cùng ngành, cùng địa phương mà nên so sánh với tỷ suất lợi nhuận bình quân của ngành thì sẽ hợp lý hơn.

+ Trường hợp doanh nghiệp cổ phần hóa có tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch khi so sánh với tỷ suất lợi nhuận bình quân ngành, nhưng nếu tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp vẫn thấp hơn lãi suất của ngân hàng ở cùng thời điểm thì không nên xác định giá trị lợi thế của doanh nghiệp.

+ Trường hợp doanh nghiệp cổ phần hóa có tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch, nhưng tỷ suất hàng năm của doanh nghiệp đang giảm dần thì phải căn cứ vào những nguyên nhân cụ thể để xác định có nên tính giá trị lợi thế của doanh nghiệp hay không?

- Về thời gian tính tỷ suất lợi nhuận bình quân trên vốn sản xuất kinh doanh bình quân: để có được một tỷ lệ phản ánh trung thực lợi thế của doanh nghiệp nên quy định thời gian tính bình quân tùy theo từng ngành nghề, từng trường hợp mà thời gian có thể là từ 3 đến 5 năm, không nên chỉ tính duy nhất một con số là 3 năm.

- Ngoài ra khi xác định giá trị lợi thế của doanh nghiệp nên sử dụng nhiều phương pháp tính. Mỗi phương pháp sẽ cho một kết quả khác nhau, điều này sẽ giúp cho chúng ta có điều kiện so sánh làm cơ sở cho việc thỏa thuận, thương lượng khi cổ phần hóa hoặc đa dạng hóa sở hữu các doanh nghiệp nhà nước. Trong thực tế có rất nhiều phương pháp để xác định giá trị lợi thế của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong phần này chúng tôi xin đề xuất một phương pháp tương đối phổ biến của "Liên Đoàn các Kiểm toán viên" gọi là phương pháp Goodwill.

Cơ sở của phương pháp này xuất phát từ lập luận của các nhà kiểm toán. Họ cho rằng doanh nghiệp đầu tư một tổng thể các tài sản hữu hình vào hoạt

động sản xuất kinh doanh là để nhằm tạo ra khả năng sinh lời cho doanh nghiệp.

Vì vậy những tài sản này cũng phải được trả "thù lao" một cách bình thường để chứng minh giá trị kinh tế hoặc giá trị hữu ích của chúng khoản "thù lao" này có thể được xem như là chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Do đó, khi khả năng sinh lời của một doanh nghiệp cao hơn khoản thù lao trả cho các tài sản hữu hình cũng có nghĩa là nó đã làm xuất hiện một khoản lợi nhuận siêu ngạch chứng minh cho sự hiện hữu của một loại tài sản khác, đó là tài sản vô hình hay còn gọi là lợi thế thương mại của doanh nghiệp.

Từ lập luận này, chúng ta có thể xác định giá trị lợi thế thương mại của doanh nghiệp hay giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp theo công thức sau:

$$\text{Goodwill} = \sum_{i=1}^n \frac{R - (S \times i)}{(1 + r)^i}$$

Trong đó:

S : Tài sản hữu hình được đưa vào kinh doanh.

i : Tỷ suất thù lao bình thường của tài sản hữu hình (thường sử dụng lãi suất dài hạn hoặc trung hạn của ngân hàng hoặc lãi suất của các tín phiếu có đảm bảo).

R : Khả năng thu lợi ròng

r : Tỷ suất hiện tởi hóa

n : Thời kỳ vốn hóa của tiền lời (thường được xác định trong thời hạn từ 3 đến 7 năm).

- Mặt khác, cần phải xét lại nên chăng chỉ tính vào giá trị doanh nghiệp 30% giá trị về lợi thế, uy tín, vị trí địa lý của doanh nghiệp. Theo tôi, vấn đề này chỉ nên áp dụng đối với những doanh nghiệp mà quá trình cổ phần hóa chủ yếu là bán cho tập thể người lao động trong doanh nghiệp. Đối với những doanh nghiệp mà số lượng cổ phiếu phát hành được bán rộng rãi cho các thành phần kinh tế bên ngoài hoặc bán hẳn doanh nghiệp cần phải tính đầy đủ 100% giá trị này.

b. Nên bổ sung thêm khoản giá trị sử dụng đất vào giá trị doanh nghiệp.

c. Khẩn trương đào tạo, thành lập một đội ngũ cán bộ chuyên môn về định giá doanh nghiệp.

d. Các phương pháp định giá doanh nghiệp nên áp dụng:

Việc lựa chọn phương pháp định giá thích hợp phải được căn cứ từ loại hình sản xuất kinh doanh và đặc điểm của từng doanh nghiệp cụ thể. Mặt khác, tùy theo mục tiêu cổ phần hóa, cơ quan quyết định giá trị doanh nghiệp nên xem xét điều chỉnh giá hợp lý để thu hút đầu tư. Cụ thể, nếu cổ phần hóa là để thu hút công nghệ tiên tiến và những nhà đầu tư chấp nhận sử dụng hết số lao động hiện có thì có thể xác định giá trị doanh nghiệp thấp hơn.