

Trong thời gian qua mặc dù chủ trương Cổ phần hóa DNNN được đánh giá là chủ trương đúng đắn, góp phần hình thành nền kinh tế nhiều thành phần theo cơ chế thị trường, có sự quản lý của nhà nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa, nhưng quá trình CPH diễn ra theo tiến độ chậm hơn so với sự mong đợi của các ngành các cấp. Đến nay, ở địa bàn TP. HCM nơi đi đầu trong hoạt động CPH, mới chỉ có trên dưới 10 DNNN thực hiện cổ phần hóa. Có ý kiến cho rằng một trong những nguyên nhân cản trở quá trình cổ phần hóa là khi xác định vốn của doanh nghiệp CPH tức giá trị doanh nghiệp, "DN cố ý đánh giá trị thấp, cơ quan tài chính đánh giá trị cao, hai bên cò kè, mất nhiều phiên họp. Tương tự, khi xác định giá trị lợi thế thương quyền, các DN không muốn áp dụng công thức do Bộ Tài chính đặt ra" (Vương Linh- Báo Phụ nữ số ra ngày 27.1.1999). Như vậy nếu có một phương pháp hay cơ sở khoa học để xác định đúng đắn giá trị DNCPH mà cả bên mua và bên bán đều chấp nhận thì họ dễ dàng đi đến sự thỏa thuận trong giao dịch mua bán. Trong ý kiến trên, từ DN ngầm chỉ Ban Quản Lý DN, những người mà theo qui định của Nghị Định 44/CP là một trong các thành phần được phép ưu tiên mua cổ phần trong DNCPH. Như vậy Bộ Tài chính đóng vai trò người bán trong giao dịch này. Tất nhiên, người mua bao giờ cũng muốn mua rẻ và người bán bao giờ cũng muốn bán cao vì trong giao dịch mua bán

CƠ SỞ ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP TRONG QUÁ TRÌNH CỔ PHẦN HÓA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

Thạc sĩ VÕ THỊ QUÝ

thông thường quyền lợi của đôi bên không đồng nhất mà còn có vẻ đối nghịch. Dù vậy, trong quá trình CPH, xuất phát từ mục tiêu đã được xác định cụ thể như trong điều 2 của Nghị Định 44/CP, quyền lợi chính đáng của đôi bên cần được bảo đảm. Do đó, việc tìm ra cơ sở xác định hợp lý giá trị DN thực hiện CPH là rất cần thiết, và có thể góp phần thúc đẩy nhanh chóng quá trình CPH trong tương lai.

Trong bài viết này, người viết không nhằm mục đích đưa ra một phương pháp định giá duy nhất đúng để xác định giá trị DN, mà chỉ muốn bàn đến các cơ sở định giá trị hợp lý thường được sử dụng, nhằm góp phần đẩy nhanh quá trình thương lượng trên cơ sở "thuận mua vừa bán" đảm bảo lợi ích chính đáng của đôi bên, và phù hợp với điều kiện thực tế của thị trường. Để bàn về các phương pháp hoặc các cơ sở định giá, chúng ta xem xét một tình huống giả định sau đây:

Ban quản lý công ty X, một công ty cổ phần rất lớn, đang xem xét việc mua lại toàn bộ công ty TNHH Y, là một nhà máy sản xuất chế tạo máy móc cơ khí. Cả X và Y đều

không sử dụng vốn nợ dài hạn. Ban lãnh đạo công ty X cho rằng việc mua công ty Y không tạo ra rủi ro kinh doanh cho hoạt động hiện tại của X. Bảng tổng kết tài sản của cty Y vào 31/12/199x như sau: (đơn vị tính ngàn đồng)

Giá trị ròng tài sản cố định		651.600
Tài sản lưu động		
Hàng tồn kho	515.900	
Các khoản phải thu	745.000	
Tiền gửi ngân hàng	158.100	
		1.149.000
		2.070.600
Nợ lưu động (ngắn hạn)		
Các khoản phải trả	753.600	
Vay ngắn hạn ngân hàng	862.900	
		1.616.500
		454.100
Vốn gốc và lãi chưa phân phối		
Vốn gốc	50.000	
Lãi chưa phân phối	404.100	
		454.100

Các kết quả tài chính của Y trong thời kỳ 5 năm cho đến 31/12/199x

Năm kết thúc vào 31/12	199(x-4)	199(x-3)	199(x-2)	199(x-1)	199x
Lợi nhuận hoạt động ròng	30.400	69.000	49.400	48.200	53.200
Thu nhập bất thường	2.900	(2.200)	(6.100)	(9.800)	(1.000)
Tổng thu nhập ròng	33.300	66.800	43.300	38.400	52.100
Trừ lãi đã chia	20.500	22.600	25.000	25.000	25.000
Lợi nhuận lưu trữ	12.800	44.200	18.300	13.400	27.200

Những thông tin khác:

a. Không có sự thay đổi nào trong vốn gốc của công ty Y trong suốt thời kỳ 5 năm.

b. Giá trị tài sản cố định và hàng tồn kho của Y ước tính vào thời điểm 31.12.1998 như sau:

	Chi phí thay thế	Giá trị thực tế
Tài sản cố định	725.000	450.000
Hàng tồn kho	550.000	570.000

c. Có khoảng 2% các khoản phải thu của Y là không có khả năng thu hồi vào 31/12/199x.

d. Phí tổn vốn trung bình của X là 9%; và cổ đông của Y thì yêu cầu hệ số hoàn vốn tối thiểu là 12% cho khoản đầu tư của họ trong cty Y.

e. Tỷ số P/E hiện tại của X là 12. Các cty khác cùng ngành có lợi nhuận tương tự với Y có tỷ số P/E xấp xỉ 10. Các cty này có qui mô lớn hơn Y. Hãy ước lượng giá trị của Y vào 31/12/199x.

Doanh nghiệp trên (Y) có thể được định giá dựa trên những cơ sở như sau:

Gọi Vc là giá trị doanh nghiệp hay công ty đang được định giá. Ta có:

1. Căn cứ vào Bảng cân đối kế toán

Nếu dựa vào số liệu trong BCDKT vào thời điểm 31/12/199x, thì giá trị của DN này là 454.100 ngàn đồng.

2. Tính theo chi phí thay thế thì giá trị của DN được xác định như sau:

$Vc = 454.100 + (725.000 - 651.600) + (550.000 - 515.900) = 561.600$ ngàn đồng.

3. Định giá theo giá trị thực tế: Khi xác định giá trị của DN theo phương pháp này, giá trị DN được điều chỉnh theo giá thực tế phù hợp với hiện trạng của tài sản được đánh giá. Cụ thể:

$Vc = 454.100 + (450.000 - 651.600) + (570.000 - 515.900) - 14.900 = 291.700$ ngàn đồng.

Ghi chú: $14.900 = 2\%(745.000)$, mức nợ không thể thu hồi ước tính.

4. Giá trị DN có thể được xác định dựa theo mô hình tăng trưởng cổ tức (Dividend Growth Model). Phương pháp định giá này phụ thuộc vào sự ước lượng mức tăng trưởng cổ tức trong tương lai, cái mà có thể khác rất xa với những số liệu trong quá khứ đang có sẵn.

Thực chất, khi nhà đầu tư mua DN hay mua cổ phiếu do DN phát hành, hành vi đó có nghĩa là họ đầu tư vốn để kiếm lợi nhuận trong tương lai. Về nguyên tắc lợi nhuận ròng mà công ty tạo ra thuộc về cổ đông của nó. Lợi nhuận ròng trong kỳ có thể được phân phối hết hoặc được phân phối một phần dưới dạng cổ tức (lợi tức cổ phần), phần còn lại được gọi là lợi nhuận lưu trữ hay thu nhập chưa phân phối dùng để tái đầu tư góp phần tạo ra mức tăng trưởng thu nhập cho cổ đông trong tương lai. Tuy nhiên khi để lại thu nhập cho công ty, cổ đông sẽ mất chi phí đầu tư cơ hội. Do đó, trong thực tế nhà đầu tư hay các cổ đông rất quan tâm đến khả năng sinh lợi của đồng vốn và sự an toàn của việc tư bản hoá thu nhập, hay vốn hoá thu nhập nói riêng và việc phân bổ vốn đầu tư nói chung trong danh mục đầu tư của họ.

Trong phạm vi bài viết này, để làm cho vấn đề trở nên đơn giản mà không sai lệch ý nghĩa chúng ta giả định rằng quyết định đầu tư không ảnh hưởng đến độ rủi ro của danh mục đầu tư hiện có của nhà đầu tư. Như vậy, vấn đề còn lại cần được xem xét là khả năng sinh lợi của đồng vốn là cao hay thấp? Muốn trả lời câu hỏi đó cần phải có một chuẩn mực để so sánh. Vậy chuẩn mực đó là gì? Đối với nhà đầu tư riêng lẻ, họ sẽ so sánh khả năng sinh lợi của đồng vốn đầu tư với chỉ phí đầu tư cơ hội biên (trong trường hợp họ tự đầu tư) để đi đến quyết định có nên bỏ vốn đầu tư hay không. Cách làm cụ thể là họ sẽ đặt hệ số hoàn vốn kỳ vọng hay chỉ phí đầu tư cơ hội của mình vào công thức định giá để xác định giá tối đa mà họ chấp nhận trả cho một cơ hội đầu tư mang lại cho họ một lượng thu nhập ước tính nào đó.

Trong trường hợp nhà đầu tư là một pháp nhân thì hệ số hoàn vốn tối thiểu có thể chấp nhận ít nhất phải bằng với phí tổn sử dụng vốn trung bình chỉ trọng (Weighted Average Cost of Capital-WACC) của tổ chức đó. Dưới đây ta xem xét một số trường hợp cụ thể:

4.1. Ở mức thấp nhất có thể cho rằng tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không

$$V_c = D/K_s = 25.000/0.12 = 208.333 \text{ ngàn đồng}$$

D: Cổ tức hay lợi nhuận được chia; K_s : Hệ số hoàn vốn kỳ vọng của cổ đông.

4.2. Hãy xem xét tốc độ tăng trưởng cổ tức qua thời kỳ 5 năm:

$$99x: 25.000$$

$$199(x-4): 20.500$$

Nếu gọi tốc độ tăng trưởng cổ tức trung bình hàng năm suốt thời kỳ 5 năm là g , ta có:

$$(1+g)^4 = 25.000/20.500 = 1,2195 = 1+g = 1,0508 \text{ hay } g = 5\%$$

Như vậy, $V_c = D1/(K_s - g) = 25.000(1+0.05)/(0.12 - 0.05) = 375.000$ ngàn đồng.

4.3. Hãy quan sát phần lợi nhuận lưu trữ hàng năm, chúng ta tính được tỉ lệ tích lũy thu nhập để tái đầu tư trung bình là:

$$(2.800+44.200+18.300+13.400+27.200)/(33.300+66.800+43.300+38.400+52.200) = 0.495 \text{ hay } 0.5, \text{ và } ROE(199x) = 52.200/(454.100-27.200/2) = 0.1208 \text{ hay } 12\%.$$

$$\text{Do đó, } g = 0.5 \times 12\% = 6\% = V_c = 25.000(1,06)/(0.12 - 0.06) = 441.667 \text{ ngàn đồng.}$$

5. Định giá theo tỉ số P/E $P(\text{price})$: giá doanh nghiệp hay giá cổ phiếu; $E(\text{earnings})$: thu nhập ròng mà doanh nghiệp kiếm được hàng năm hay thu nhập trên cổ phiếu. Tỉ số P/E cho biết giá trị của DN gấp bao nhiêu lần thu nhập ròng hàng năm nó phát ra cho nhà đầu tư dưới dạng

góp vốn. Trong tình huống của chúng ta giả sử rằng các công ty cùng ngành nhưng có qui mô lớn hơn Y có tỉ số P/E xấp xỉ 10. Y có qui mô nhỏ hơn đó P/E của nó có thể nhỏ hơn, nhưng nhỏ hơn bao nhiêu?

$$\text{Nếu } P/E = 5 \text{ thì } V_c = 53.200 \times 5 = 266.000 \text{ ngàn đồng;}$$

$$\text{Nếu } P/E = 2/3 \text{ của } 10 \text{ thì } V_c = 53.200 \times 2/3 \times 10 = 354.667 \text{ ngàn đồng;}$$

$$\text{Nếu } P/E = 10 \text{ thì } V_c = 53.200 \times 10 = 532.000 \text{ ngàn đồng.}$$

Nhận xét:

Chúng ta có thể thấy rằng căn cứ trên những cơ sở định giá khác nhau thì thu được các kết quả rất khác nhau. Một câu hỏi được đặt ra là "Kết quả nào đáng nhất?". Để có câu trả lời cho câu hỏi vừa nêu, chúng ta cần thống nhất một vài khía cạnh của vấn đề.

Thứ nhất, giá trị sổ sách dựa vào bảng tổng kết tài sản thì không thể có ý nghĩa quyết định trong quá trình thương lượng vì giá trị lịch sử không thể đại diện giá trị tương lai của một tài sản hay một doanh nghiệp.

Thứ hai, giá trị được xác định trên cơ sở chi phí thay thế, cách này đưa ra mức chi phí cần thiết để hình thành một doanh nghiệp tương tự. Bởi vì cách đánh giá này đưa ra một con số cao hơn bất kỳ một kết quả nào của các phương pháp định giá khác trong trường hợp này, cho nên có thể nói đó là giá tối đa mà người mua có thể đề nghị. Rõ ràng là ở đây giá trị goodwill không được kể đến.

Thứ ba, giá trị thực tế chỉ ra lượng tiền mặt mà cổ đông tức chủ sở hữu của doanh nghiệp có thể có khi giải tư. Vì vậy, nó là giá tối thiểu mà họ có thể chấp nhận.

Tất cả các trường hợp vừa nêu đều có hạn chế là không xem doanh nghiệp như một tổng thể. Tuy nhiên, giá trị thực tế rất hữu dụng trong việc đánh giá rủi ro ảnh hưởng đến DN khi đang hoạt động và việc kinh doanh bị từ bỏ.

Thứ tư, trong mô hình cổ tức, các số liệu đã được tính toán trên cơ sở sử dụng phí tổn vốn của Y, tức 12% năm. Nếu các điều kiện trên được thỏa mãn thì giá trị sẽ là mức tối thiểu mà cổ đông của Y chấp nhận. Sự hợp lí của việc định giá dựa vào cổ tức đối với X sẽ tùy thuộc vào chính sách lưu trữ lợi nhuận và việc tái đầu tư hiện tại có được duy trì tiếp tục hay không? Thật ra đối với X việc đánh giá nên dựa trên cơ sở 9% thay vì 12%. Vì sao cả hai công ty ở trong cùng lớp rủi ro lại có hai mức hệ số hoàn vốn kỳ vọng khác nhau? Điều đó có thể xảy ra nếu có sự khác biệt về qui mô và có thể là do cổ phiếu của X có tính thanh khoản cao hơn cổ phiếu của Y. Một trong những hạn chế chính của mô hình tăng trưởng cổ tức là vấn đề ước lượng giá trị g tức tốc độ tăng trưởng của cổ tức trong tương lai.

Mô hình định giá dựa vào tỉ số P/E cố gắng xác định mức giá trị mà ở đó thị trường sẽ trả cho một công ty giống như công ty Y. Nó cung cấp một chuẩn mực ở bên ngoài, nhưng ta nên nhớ đây chỉ là sự đo lường thô thiển. Như chúng ta biết tỉ số P/E của các công ty cổ phần công cộng niêm yết trên thị trường chứng khoán phải được là cho thấp hơn sao cho phù hợp với qui mô của Y và các đặc điểm khác của nó. Hạn chế khác của P/E là tỉ số này thì phụ thuộc vào sự tăng trưởng kỳ vọng trong tương lai của công ty. Do đó, sẽ rất khó khăn trong việc tìm ra một tỉ số P/E của một công ty tương tự. Tuy nhiên trong thực tế mô hình định giá theo tỉ số P/E có tác dụng tốt trong việc thương lượng giá cao hơn, mặt khác có lẽ nó còn là một tiêu chuẩn dễ hiểu.

Tóm lại, khung giá trong đó giá mua có được thỏa thuận sẽ là giá tối thiểu mà cổ đông của Y chấp nhận và là mức tối đa mà các nhà lãnh đạo X sẽ trả, đó là 291.700, 561.600 ■