HOÀN THIỆN PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG TIẾN TRÌNH CỔ PHẦN HÓA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

Phạm Tiến Đạt[*]

Tóm tắt

Hơn 23 năm qua, cổ phần hóa là giải pháp trọng tâm của quá trình tái cơ cấu, nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước. Cổ phần hóa cũng là hình thức thu hút nhiều nguồn vốn xã hội đầu tư vào sản xuất - kinh doanh, trở thành nguồn cung tiềm năng dồi dào trên thị trường mua bán, sáp nhập (M&A) của Việt Nam. Tuy nhiên, cho đến nay, với sự chỉ đạo quyết liệt của Thủ tướng Chính phủ, tiến trình cổ phần hóa vẫn diễn ra chậm, một trong những nguyên nhân có thể xét đến là những vấn đề còn tồn tại trong việc áp dụng các phương pháp định giá doanh nghiệp. Bài viết đi vào xem xét các phương pháp định giá đang được áp dụng tại Việt Nam trong tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước (DNNN) trên cả hai phương diện lý thuyết và thực tiễn, từ đó đưa ra những khuyến nghị để hoàn thiện các phương pháp nhằm thúc đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa, hoàn thành mục tiêu đề ra trong giai đoạn 2011- 2015 và cho các giai đoạn tiếp theo.

Từ khoá: *cổ phần hóa, định giá doanh nghiệp, phương pháp tài sản, phương pháp chiết khấu dòng tiền.*

Mã số: 144.050515. Ngày nhận bài: 05/05/2015. Ngày hoàn thành biên tập: 12/05/2015. Ngày duyệt đăng:15/5/1015

Tổng quan

Định giá doanh nghiệp là một trong những nội dung quan trọng và phức tạp nhất trong quá trình cổ phần hoá, chuyển đổi sở hữu doanh nghiệp, vì thế luôn dành được sự quan tâm không chỉ đối với các cơ quan quản lý nhà nước, bản thân các doanh nghiệp, các nhà đầu tư và đối tác kinh doanh trên thị trường. Kết quả xác định giá trị doanh nghiệp (XĐGTDN) cổ phần hóa, giá trị thực tế phần vốn nhà nước là cơ sở để doanh nghiệp cổ phần hóa xác định vốn điều lệ, xây dựng phương án cổ phần hóa và tổ chức bán cổ phần lần đầu, tổ chức đại hội đồng cổ đông, tiếp tục xử lý những vấn đề tài chính còn tồn tại đến thời điểm chính

thức chuyển thành công ty cổ phần, quyết toán tài chính quá trình cổ phần hóa với nhà nước và bàn giao cho công ty cổ phần. Do vậy, việc áp dụng phương pháp nào để xác định giá trị

[*] TS, Học viện Ngân hàng, Email: phamtiendat.hvnh@gmail.com.

của những doanh nghiệp này sao cho đánh giá được tối ưu nhất giá trị của doanh nghiệp cũng rất quan trọng. Trong định giá doanh nghiệp, có khá nhiều cách tiếp cận khác nhau đến giá trị doanh nghiệp (GTDN), có cách định giá tiếp cận theo chi phí lịch sử, có cách tiếp cận theo dòng tiền thu nhập trong tương lai (Titman & Martin, 2011), mỗi cách tiếp cận khác nhau sẽ áp dụng các phương pháp khác nhau. Nếu như phương pháp định giá doanh nghiệp theo dòng tiền thuần có những hạn chế về việc thay đổi vốn lưu động, thay đổi vấn đề đầu tư mới (Phạm Tiến Đạt, 2012); phương pháp tài sản chỉ áp dụng cho các doanh nghiệp quy mô nhỏ, hoạt động sản xuất kinh doanh giản đơn (Fernández, 2007), không tính được lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp (Pratt, 2008), có thể đánh giá được từng tài sản riêng lẻ (Damodaran, 2010); phương pháp so sánh mang lại nhiều ưu điểm hơn so với phương pháp tài sản nhưng lại chỉ phù hợp khi áp dụng cho những quốc gia đạt được những trình độ phát triển nhất định về thị trường chứng khoán (Titman & Martin, 2011); thì phương pháp dòng tiền chiết khấu là phương pháp được áp dụng chủ yếu hiện nay (Fernández, 2007) nhưng đối với Việt Nam việc áp dụng phương pháp này vẫn còn nhiều khó khăn trong kỹ thuật tính toán cũng như những rào cản về cơ sở pháp lý, cơ sở hạ tầng của doanh nghiệp (Phạm Tiến Đạt, 2012)…. Mỗi nghiên cứu tiếp cận về những ưu điểm và nhược điểm của từng phương pháp trong định giá doanh nghiệp mà chưa có sự tổng hợp lại để so sánh và khuyến nghị việc áp dụng từng phương pháp đối với từng trường hợp cụ thể, đặc biệt trong điều kiện của Việt Nam hiện nay. Bên cạnh đó, trong quá trình cổ phần hóa DNNN lại chỉ sử dụng hai phương pháp chủ yếu là phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu theo Thông tư 127/2014/TT-BTC ngày 05/09/2014 của Bộ Tài chính để xác định giá trị của doanh nghiệp. Do đó, trong bài viết này, tác giả tập trung hệ thống hóa lý luận và những vướng mắc về xác định giá trị tài sản vô hình (TSVH) và xác định giá trị lợi thế kinh doanh trong quá trình sử dụng hai phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu trong tiến trình cổ phần hóa DNNN tại Việt Nam; đồng thời đưa ra một số khuyến nghị nhằm phục vụ cho các nhà hoạch định chính sách trong quá trình hoàn thiện khung pháp lý thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa DNNN sớm về đích.

1. Cơ sở lý thuyết về các phương pháp định giá doanh nghiệp

* Phương pháp tài sản (Pratt, 2008)

Phương pháp giá trị tài sản thuần là phương pháp ước tính GTDN dựa trên tổng giá trị tài sản thực tế mà doanh nghiệp hiện đang sử dụng vào sản xuất kinh doanh sau khi đã trừ đi khoản nợ phải trả thực tế của doanh nghiệp cộng với giá trị lợi thế kinh doanh (Goodwill).

Các bước cơ bản XĐGTDN theo phương pháp này gồm:

Bước 1: Lập bảng cân đối kế toán của DN tại thời điểm bắt đầu định giá.

Bước 2: Loại khỏi danh mục đánh giá những tài sản không cần thiết và không có khả năng đáp ứng các yêu cầu của sản xuất kinh doanh để xác định những tài sản nào và những khoản nợ nào trong bảng cân đối kế toán cần phải đánh giá lại.

Bước 3: Tiến hành xác định những Tài sản vô hình (TSVH), những tài sản hữu hình (TSHH) khác và các khoản nợ phải trả đang nằm ngoài bảng cân đối kế toán có thể sẽ được công nhận và cho phép định giá. Các TSVH mặc dù có giá trị rất lớn thường không được ghi chép vào sổ kế toán do tuân thủ theo nguyên tắc kế toán, thường chỉ được ghi nhận khi phát sinh nghiệp vụ mua hoặc bán tài sản đó. Đối với

TSHH bị loại ra khỏi sổ kế toán do đã khấu hao hết nhưng vẫn được sử dụng trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Đối với một số khoản nợ tiềm tàng: tranh chấp thuế chưa xử lí, các vụ tranh chấp tại tòa án kinh tế; các vấn đề liên quan đến môi trường chưa giải quyết được… theo nguyên tắc kế toán không được phản ánh vào sổ sách kế toán nhưng vẫn phải được đánh giá lại và có thể ghi chú trong báo cáo tài chính vì những khoản nợ này có thể là những rủi ro rất lớn liên quan đến GTDN.

Bước 4: Tiến hành đánh giá số tài sản còn lại trên nguyên tắc sử dụng giá thị trường tính cho từng tài sản hoặc từng nhóm tài sản đã được phân loại như trên.

Bước 5: Tiến hành đánh giá nợ phải trả doanh nghiệp bắt đầu từ việc đối chiếu công nợ, xác minh tính pháp lí, đánh giá độ tin cậy của từng khoản nợ nhằm loại ra những khoản doanh nghiệp không phải trả theo qui định tài chính.

Bước 6: Xác định giá trị tài sản thuần bằng cách lấy giá trị của toàn bộ tài sản được đánh giá lại tại thời điểm XĐGTDN trừ đi các khoản nợ phải trả cũng đã được đánh giá lại tại thời điểm XĐGTDN.

Bước 7: Tiến hành tập hợp số liệu để xác định giá trị lợi thế kinh doanh (Goodwill): Căn cứ vào giá trị hiện tại khoản thu nhập do TSVH tạo ra. Tức là bằng giá trị hiện tại của các khoản lợi nhuận thặng dư dự kiến trong tương lai.

Công thức xác định:

$$GoodWill = \sum_{t=1}^{n} \frac{B_t - iA_t}{(1+r)^t} \qquad (1.1)$$

Trong đó:

B_t: Lợi nhuận thuần năm t của doanh nghiệp.

A_t : Giá trị tài sản thuần đưa vào kinh doanh năm thứ t.

i : tỷ suất lợi nhuận trung bình của tài sản đưa vào kinh doanh.

$B_t - i.A_t$: Lợi nhuận thặng dư ở năm t.

r : Lãi suất chiết khấu.

n : Số năm dự đoán doanh nghiệp có thể đạt mức lợi nhuận thặng dư.

Các nhà kinh tế có những quan điểm rất khác nhau trong việc lựa chọn i. Sự khác nhau đó xuất phát từ quan niệm về chi phí cơ hội của các nhà đầu tư khác nhau. Ví dụ lãi suất 12% của trái phiếu Chính phủ là mức lãi suất đầu tư an toàn nhất. Nếu doanh nghiệp đạt được vượt trên mức 12% sẽ là siêu lợi nhuận và 12% cần được sử dụng để thay i 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 i mang nhiều yếu tố chủ quan.

Bước 8: XĐGTDN theo công thức:

GTDN = Giá trị tài sản thuần + Giá trị GoodWill

Bước 9: Lập bảng cân đối kế toán mới sau khi xác định giá trị doanh nghiệp.

Về cơ bản, phương pháp có ưu điểm là dựa trên cơ sở giá trị của một doanh nghiệp được cấu thành từ 2 yếu tố: TSHH và TSVH. Tuy nhiên, nhược điểm phương pháp 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. Trong nhiều trường hợp, xác định giá trị tài sản thuần lại trở nên quá phức tạp. Chẳng hạn, xác định giá trị của một tổng công ty có nhiều chi nhánh, có các chứng khoán đầu tư ở nhiều doanh nghiệp khác nhau đòi hỏi phải tổng kiểm kê đánh giá lại một cách chi tiết mọi tài sản ở các chi nhánh. Thời gian cần thiết cho một cuộc đánh giá có thể kéo dài, kết quả đánh giá phụ thuộc rất lớn vào các thông số kỹ thuật của tài sản mà các nhà kỹ thuật chuyên ngành đưa ra. Như vậy, sai số đánh giá có thể sẽ rất cao

*** Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Damodaran, 2010)**

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức là phương pháp ước tính GTDN dựa trên độ lớn của các dòng cổ tức mà doanh nghiệp mang lại cho các nhà đầu tư trong tương lai được hiện tại hóa về thời điểm định giá. Phương pháp được xây dựng trên cơ sở cổ phiếu là loại chứng khoán không có thời điểm đáo hạn, cổ đông chỉ có thể nhận về phần vốn của mình khi doanh nghiệp bị thanh lí, phá sản hoặc bán lại cổ phiếu vào một thời điểm nào đó trong tương lai. Nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu và nắm giữ mãi thì giá trị của một cổ phiếu phải được đánh giá bằng độ lớn của các dòng cổ tức mà nhà đầu tư sẽ nhận được từ chính doanh nghiệp đó chứ không phải thu nhập có được do yếu tố đầu cơ cổ phiếu. Do đó mô hình chiết khấu dòng cổ tức có dạng sau:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r_e)^1} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \ldots + \frac{D_n}{(1+r_e)^n} + \ldots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_e)^t} \quad (1.2)$$

Trong đó:

V_0 : GTDN.

D_t : cổ tức dự kiến chia ở năm thứ t của doanh nghiệp.

r_e : lãi suất chiết khấu.

Giả định trong n năm đầu doanh nghiệp đạt tỷ lệ tăng trưởng cổ tức là g (với g>re), còn từ năm thứ n+1 trở đi tăng với tỷ lệ g'(với g'<re). Khi đó, GTDN được xác định như sau:

Từ công thức (1.2) ta có:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r_e)^1} + \frac{D_1(1+g)}{(1+r_e)^2} + \ldots + \frac{D_1(1+g)^{n-1}}{(1+r_e)^n} + \frac{D_1(1+g)^{n-1}\times(1+g')}{(1+r_e)^{n+1}} + \frac{D_1(1+g)^{n-1}\times(1+g')^2}{(1+r_e)^{n+2}} + \ldots$$

$$= \frac{D_1}{(1+r_e)^n} \times \left[\frac{(1+g)^n - (1+r_e)^n}{g - r_e}\right] + \frac{D_1}{(1+r_e)^n} \times \left[\frac{(1+g)^{n-1}\times(1+g')}{r_e - g'}\right]$$

$$= \frac{D_1}{(1+r_e)^n} \times \left[\frac{(1+g)^n - (1+r_e)^n}{g - r_e} + \frac{(1+g)^{n-1}\times(1+g')}{r_e - g'}\right] \quad (1.3)$$

Công thức (1.3) được xây dựng dựa trên quan niệm cho rằng. Các doanh nghiệp mới thành lập, trong những giai đoạn đầu thường có tốc độ tăng trưởng cao, sau đó đi vào giai đoạn ổn định và bão hòa, tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại.

Về cơ bản, phương pháp có ưu điểm là khá thích hợp với các doanh nghiệp có chứng khoán được giao dịch trên thị trường, những doanh nghiệp có TSVH 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…Tuy nhiên, nhược điểm của phương pháp chính là việc dự báo cổ tức cũng không phải là dễ dàng. Để xác định lợi tức cổ phần còn phải xây dựng được một lí thuyết định hướng phân chia cổ tức trong tương lai. Trong thực tế, chính sách phân chia cổ tức phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố, như: nhu cầu đầu tư, nhu cầu trả nợ, khả năng tích lũy vốn từ khấu hao, chính sách thuế thu nhập của Nhà nước… Việc tính lãi suất chiết khấu đòi hỏi phải có một lí thuyết hoàn chỉnh về rủi ro, mà điều này vẫn chưa có câu trả lời thật chính xác, các phương pháp lượng định rủi ro cho đến nay còn mang nặng yếu tố chủ quan (Nguyễn Minh Điện, 2010).

2. Thực trạng áp dụng các phương pháp định giá doanh nghiệp trong cổ phần hóa DNNN ở Việt Nam

Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa đã được ban hành lần đầu tiên từ năm 1992 và được sửa đổi, bổ sung nhiều lần, cho đến nay, các phương pháp này được quy định trong Thông tư 127/2014/TT-BTC ngày 05/09/2014 của Bộ Tài chính bao gồm phương pháp giá trị tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu.

**** Đối với phương pháp giá trị tài sản***

(1) Tài sản là hiện vật (tồn tại dưới dạng nhà xưởng, thiết bị, phương tiện vận chuyển, hàng tồn kho), các tổ chức định giá (TCĐG) xác định theo giá thị trường hoặc căn cứ vào đơn giá xây dựng cơ bản, suất đầu tư (đối với công trình xây dựng) nhân với tỷ lệ phần trăm "chất lượng còn lại" của tài sản tại thời điểm định giá theo công thức:

$$\text{Giá trị thực tế của tài sản} = \text{Số lượng thực tế của từng loại tài sản} \times \text{Giá trị thị trường của tài sản tại thời điểm XĐGTDN} \times \text{Chất lượng còn lại của tài sản (\%)} \quad (1.4)$$

(2) Tài sản bằng tiền được các TCĐG xác định theo giá trị sổ sách dựa trên Biên bản kiểm quỹ hoặc Biên bản xác nhận số dư với ngân hàng. Nếu là ngoại tệ thì được đánh giá theo tỷ giá liên ngân hàng công bố gần với thời điểm định giá nhất.

(3) Đối với các khoản nợ phải thu, các TCĐG tiến hành xác định theo giá trị sổ sách dựa trên số liệu của các Biên bản đối chiếu các khoản phải thu và Biên bản xử lí những khoản phải thu không có khả năng thu hồi của doanh nghiệp.

(4) Đối với những doanh nghiệp có các khoản chi phí dở dang (bao gồm chi phí sản xuất kinh doanh, chi phí đầu tư xây dựng cơ bản), các TCĐG đánh giá thực tế theo số dư ghi trên sổ sách kế toán.

(5) Tài sản ký cược, ký quỹ kể cả ngắn hạn và dài hạn được các TCĐG tính theo số dư trên sổ kế toán nếu có được Biên bản đối chiếu xác nhận giữa các bên có liên quan.

(6) Các tài sản đầu tư tại các doanh nghiệp khác được các TCĐG xác định tùy vào điều kiện của doanh nghiệp đang được đầu tư cụ thể:

+ Nếu doanh nghiệp đó chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán, các TCĐG sẽ xác định giá trị tài sản đầu tư theo giá trị sổ sách nếu giá trị xác định theo tỷ lệ vốn chủ sở hữu nắm giữ thấp hơn giá trị ghi trên sổ sách.

+ Nếu doanh nghiệp đã niêm yết, các TCĐG sẽ xác định giá trị tài sản đầu tư trên cơ sở giá cổ phiếu đang giao dịch trên thị trường chứng khoán.

(7) Đối với doanh nghiệp có TSVH, các TCĐG sẽ xác định theo giá trị còn lại đang hạch toán trên sổ kế toán.

(8) Đối với những doanh nghiệp có lợi thế kinh doanh, giá trị lợi thế kinh doanh được tính bằng giá trị thương hiệu cộng với giá trị tiềm năng phát triển.

* Sau khi thực hiện đánh giá các bước trên, các TCĐG sẽ xác định giá trị thực tế của doanh nghiệp bằng tổng giá trị của 8 loại tài sản nói trên (1+2+3+4+5+6+7+8).

* Giá trị thực tế phần vốn chủ sở hữu:

$$\text{Giá trị thực tế phần vốn chủ sở hữu} = \text{Giá trị thực tế của DN} - \text{Các khoản nợ thực tế phải trả} - \text{Số dư Quỹ phúc lợi, khen thưởng, số dư nguồn kinh phí sự nghiệp (nếu có)} \quad (1.5)$$

Trong đó : Nợ thực tế phải trả là tổng giá trị các khoản nợ phải trả của doanh nghiệp trừ (-) các khoản nợ không phải thanh toán.

Càng ngày, vai trò của các TSVH càng quan trọng. Theo thống kê, hiện nay đối với một công ty chuyên sản xuất một sản phẩm hữu hình, giá trị TSVH chiếm 78% tổng giá trị tài sản. Theo thống kê của Interbrand, giá trị thương hiệu của Apple năm 2014 đã tăng 21% so với cùng kỳ năm 2013, nâng tổng giá trị của thương hiệu này lên gần 118,9 tỷ USD, Google với thương hiệu trị giá 107,43 tỷ USD, tăng 15% so với năm 2013[1]. Chính vì thế nếu đánh giá sai TSVH cũng chính là đánh giá sai giá trị doanh nghiệp

- Thứ nhất, hiện tại, theo chuẩn mực kế toán Việt Nam chỉ công nhận một số TSVH có thể xác định là tài sản doanh nghiệp thông qua giấy chứng nhận bản quyền được luật pháp bảo vệ như: bản quyền, bằng sáng chế, nhãn hiệu hàng hóa, phần mềm máy tính - gọi chung là tài sản sở hữu trí tuệ. Đây là một loại TSVH, không thể xác định bằng các đặc điểm vật chất của chính nó nhưng lại có giá trị lớn và có khả năng sinh ra lợi nhuận. Nó là thước đo hiệu quả kinh doanh, sức cạnh tranh và khả năng phát triển của doanh nghiệp trước mắt và trong tương lai. Tuy nhiên, đối với TSVH được hạch toán trên sổ sách kế toán việc xác định theo giá trị còn lại đang hạch toán trên sổ kế toán là sai về bản chất giá trị TSVH. Theo qui định khấu hao TSVH thời gian khấu hao không quá 20 năm. Tuy nhiên đối với TSVH hầu như không bị hao mòn về điều kiện vật chất mà càng sử dụng thì giá trị tăng lên như bản quyền nấu bia của Habeco từ thời Pháp thuộc đến giờ giá trị ngày càng tăng lên rất

[1] Tham khảo tại trang web: http://www.baomoi.com/10-thuong-hieu-dat-gia-nhat-the-gioi-nam-2014/76/15015308.epi

cao. Một ví dụ khác, khi đánh giá một bộ công cụ xét nghiệm ADN được cấp bằng sáng chế mang nhãn hiệu "FTA". Theo qui định kế toán, giá trị của "FTA" lúc đầu ghi nhận vào sổ sách rất thấp, sau đó được tính khấu trừ dần trong thời gian bảo hộ sáng chế. Thực tế trên thị trường, theo thời gian các sản phẩm FTA ngày càng được biết đến và sử dụng rộng rãi, giá trị của nó tăng lên rất cao.

- Thứ hai, đối với giá trị lợi thế kinh doanh:

+ Đối với giá trị thương hiệu: Cách xác định giá trị thương hiệu theo phương pháp cộng lại các chi phí thực tế bỏ ra, rất nhiều trường hợp không đúng với giá trị thực của thương hiệu trên thị trường, không có căn cứ khoa học rõ ràng vì thường chi phí không bao giờ bằng với giá trị. Đối với một thương hiệu có tên tuổi thì giá trị bao giờ cũng lớn hơn rất nhiều so với chi phí bỏ ra được ghi nhận vào sổ sách kế toán. Bản thân chính sách của Nhà nước cũng chưa khuyến khích doanh nghiệp đẩy mạnh việc phát triển thương hiệu mà thậm chí còn "trói buộc", đơn cử như quy định khống chế doanh nghiệp chỉ được dành 7% - 10% trên doanh số cho quảng cáo, khuyến mãi, hoặc phải mất khá nhiều công sức cho việc đăng ký thương hiệu nhưng sau khi có rồi lại không được bảo vệ nghiêm túc. Ví dụ để xác định giá trị doanh nghiệp Vinaconex tại thời điểm 1.1.2004, Bộ Xây dựng đã thống nhất thuê hai công ty kiểm toán độc lập vào kiểm toán trước. Theo đó, Vinaconex có tổng giá trị tài sản gần 3.700 tỉ nhưng giá trị thương hiệu là 3,5 tỉ!

+ Đối với giá trị tiềm năng phát triển: vì nhiều lí do khách quan, chủ quan mà tỷ suất lợi nhuận sau thuế của các DNNN trước cổ phần hóa rất thấp và nhỏ hơn lãi suất trái phiếu chính phủ có kì hạn 5 năm làm cho giá trị tiềm năng phát triển bằng không:

**** Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền***

Để thực hiện phương pháp các TCĐG yêu cầu doanh nghiệp cung cấp các tài liệu gồm:

+ Báo cáo tài chính của doanh nghiệp trong 5 năm liền kề trước khi XĐGTDN.

+ Phương án hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp từ 3 năm đến 5 năm tới.

+ Hồ sơ về đất và hình thức sử dụng đất của doanh nghiệp.

Trong trường hợp doanh nghiệp không biết viết các tài liệu trên, TCĐG thường cử nhân viên định giá xuống hỗ trợ doanh nghiệp. Sau khi có đủ các tài liệu trên, các TCĐG tiến hành phân tích tài liệu để đưa ra các số liệu cần thiết đưa vào công thức sau:

$$\text{Giá trị thực tế phần vốn chủ sở hữu} = \sum_{i=1}^{n} \frac{D_i}{(1+K)^i} + \frac{P_n}{(1+K)^n} + \text{Chênh lệch giá trị quyền sử dụng đất đã nhận giao, nhận thuê} \quad (1.6)$$

Trong đó:

- Chênh lệch giá trị quyền sử dụng đất được xác định theo phương pháp tài sản.
- Di: Khoản lợi nhuận sau thuế dùng để chia cổ tức năm thứ i.
- n: Là số năm tương lai được lựa chọn (3 - 5 năm).
- Pn: Giá trị phần vốn chủ sở hữu năm thứ n và được xác định theo công thức:

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{K - g} \quad (1.7)$$

- Lãi suất chiết khấu (K) được xác định theo phương pháp lãi suất trái phiếu cộng mức bù rủi ro = R_f (thường được tính bằng lãi suất của trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn 5 năm ở thời điểm gần nhất với thời điểm XĐGTDN) + R_p(được xác định theo bảng chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán quốc tế tại niên giám định giá hoặc do các TCĐG xác định nhưng không vượt quá R_f).

- Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của cổ tức (g) = tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại bổ sung vốn (b) x tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân của các năm tương lai (R).

Về cơ bản, hạn chế đầu tiên của phương pháp là gặp khó khăn trong việc dự báo luồng cổ tức. Các dòng cổ tức được dự báo trên cơ sở những phân tích về hoạt động của doanh nghiệp trong quá khứ và kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai, phương pháp đáng tin cậy khi có các điều kiện sau:

+ Môi trường kinh tế vĩ mô ổn định.

+ Các số liệu trong quá khứ của doanh nghiệp trên các báo cáo tài chính đủ dài, đủ tin cậy. Doanh nghiệp phải có kế hoạch kinh doanh chi tiết đầy đủ, có tính khả thi.

Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp dành nhiều lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư thì phần cổ tức sẽ ít đi và ngược lại. Điều này càng khó đối với DNNN chưa cổ phần hóa chưa chi trả cổ tức thì sẽ rất khó ước lượng dòng cổ tức chi trả trong tương lai từ 3-5 năm.

Hạn chế thứ hai khó xác định lãi suất chiết khấu hợp lí. Hiện nay, các công ty thẩm định giá đang áp dụng phương pháp lãi suất trái phiếu cộng mức bù rủi ro. Tuy nhiên, do trái phiếu dài hạn của Chính phủ cũng không được phát hành thường xuyên, nên không có những dãy số liệu tham khảo thường xuyên. Ngoài ra, chưa có một thống kê cụ thể về mức bù rủi ro được áp dụng trong điều kiện Việt Nam, nên mức bù chủ yếu phụ thuộc vào xác định chủ quan của các công ty. Ngoài ra việc qui định tỷ lệ phụ phí rủi ro không vượt quá tỷ suất lợi nhuận thu được từ khoản đầu tư không có rủi ro là thiếu căn cứ thuyết phục

Như vậy về mặt lý thuyết cũng như thực tế đã chứng minh phương pháp giá trị tài sản và phương pháp chiết khấu dòng tiền còn nhiều nhược điểm. Đây là những nhược điểm mang tính khách quan của các phương pháp này. Bất cứ một cuộc định giá cho bất cứ doanh nghiệp nào nếu áp dụng hai phương pháp trên đều gặp phải những hạn chế như vậy. Với mục tiêu đến năm 2015 hoàn thành việc cổ phần hóa 531 DNNN giai đoạn 2011- 2015 theo Đề án tái cơ cấu DNNN của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, trong khi tiến trình cổ phần hóa còn chậm, số lượng DNNN còn nhiều (mục tiêu đến cuối 2015 phải cổ phần hóa xong 289 DNNN[2]) thì yêu cầu cơ bản cho định giá doanh nghiệp là phải nhanh, xử lý các vấn đề tài chính còn tồn đọng trước cổ phần hóa, đánh giá lại giá trị tài sản theo giá trị thị trường. Việc áp dụng phương pháp giá trị tài sản là hợp lý đối với những DNNN quy mô nhỏ, hoạt động sản xuất kinh doanh không có hiệu quả, đang là gánh nặng cho Nhà nước. Tuy nhiên khi định giá những doanh nghiệp có quy mô lớn thậm chí, đang hoạt động có hiệu quả, có thương hiệu thì việc áp dụng phương pháp giá trị tài sản trở nên không còn phù hợp nữa. Đã nảy sinh rất nhiều vấn đề liên quan đến lợi ích của doanh nghiệp như không tính toán đầy đủ yếu tố vô hình, lợi thế kinh doanh, chi tiết tài sản có nhiều đặc điểm phức tạp, do đó khó đánh giá được đúng đắn chất lượng của tài sản...

[2] http://congly.com.vn/thoi-su/thoi-cuoc/phan-dau-den-cuoi-nam-co-phan-hoa-289-dnnn-89208.html

Tất cả các yếu tố mà không thể xác định được bằng phương pháp giá trị tài sản này đã trở thành một "miếng mồi ngon" cho những kẻ trục lợi. Mục tiêu cổ phần hóa DNNN nhằm huy động vốn của cá nhân, tổ chức trong và ngoài nước, tăng năng lực tài chính, đổi mới công nghệ và phương thức quản lý nâng cao sức cạnh tranh của doanh nghiệp... nhưng thiếu thận trọng có thể biến tài sản Nhà nước thành tài sản cá nhân...

3. Một số khuyến nghị nhằm hoàn thiện phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu trong tiến trình cổ phần hóa DNNN.

Thứ nhất, cho phép các tổ chức cung cấp dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp có quyền chủ động áp dụng các phương pháp định giá doanh nghiệp khác nhau để xác định giá trị doanh nghiệp. Kinh nghiệm từ các nước phát triển cho thấy, việc định giá doanh nghiệp tùy theo mục tiêu khách hàng cần định giá làm gì, mức độ hợp lý của giá trị được xác định, mà đưa ra số lượng phương pháp áp dụng phù hợp. Luật pháp các nước quy định: Khách hàng không được phép áp đặt phương pháp, kỹ thuật thẩm định mà thẩm định viên là người duy nhất lựa chọn phương pháp thẩm định giá trị doanh nghiệp tùy theo mục đích, loại và tình trạng doanh nghiệp thẩm định và chịu trách nhiệm về kết quả đưa ra.

Thứ hai, thay đổi cách tính toán giá trị TSVH nói chung của doanh nghiệp. Trên thế giới có rất nhiều phương pháp tính giá trị TSVH, nhưng có thể khi áp dụng vào Việt Nam là chưa phù hợp, cần phải có thời gian nghiên cứu. Trong thời điểm hiện nay, có thể kết hợp hài hoà hai phương pháp đã quy định và các phương pháp khác. Các phương pháp này sẽ được áp dụng trong từng giai đoạn, từng phần tính giá trị cho phù hợp. Cụ thể:

+ Khi giá trị TSVH được thể hiện chủ yếu dưới dạng tính toán được thì dùng hướng tính trực tiếp, bằng cách cộng các chi phí lại(thường thì đã thể hiện trên bảng cân đối kế toán và trong sổ sách kế toán - dễ phát hiện và tính toán). Theo hướng này, chúng ta có thể áp dụng theo hai phương pháp chi phí: Phương pháp chi phí quá khứ và phương pháp chi phí tái tạo.

Các phương pháp này dựa trên cơ sở cho rằng giá trị của một tài sản được đo bằng chi phí để làm ra tài sản đó.

Phương pháp chi phí quá khứ: để xác định giá trị TSVH của doanh nghiệp, người ta đi vào trực tiếp xác định và tổng hợp các chi phí đã phát sinh trong quá trình xây dựng TSVH đó. Ưu điểm của phương pháp này là chỉ ra được những chi phí cụ thể để tạo ra TSVH, nhưng nhược điểm lớn nhất là không phản ánh giá trị thị trường hiện tại của TSVH, đồng thời phương pháp này không tính đến những lợi ích mà TSVH mang lại trong tương lai.

Phương pháp chi phí tái tạo: phương pháp này đi vào tính toán tất cả các chi phí cần thiết hiện nay để tạo dựng TSVH như hiện tại. Phương pháp này cho phép xác định giá trị TSVH gần với giá trị thị trường hơn, nhưng khó khăn của phương pháp này là khó khăn khi xác định các chi phí hiện tại tương đương để hình thành ra tài sản, đặc biệt khi tài sản đó lại là TSVH, vì có nhiều tài sản có thể có trong quá khứ nhưng ở thời điểm hiện tại thì không còn tồn tại trên thị trường, và tìm được tài sản có giá trị tương đương để đánh giá cũng là rất khó.

+ Để phù hợp với trình độ quản lý hiện nay của doanh nghiệp, có thể áp dụng theo phương pháp định lượng Goodwill. Theo hướng này, trước hết chúng ta đi vào xác định tổng thể giá trị doanh nghiệp bằng các phương pháp khác nhau, như các phương pháp chiết khấu dòng

tiền... sau đó đi vào đánh giá trực tiếp giá trị của các tài sản hữu hình trong doanh nghiệp bằng phương pháp tài sản trong Thông tư 127/2014/TT-BTC của Bộ Tài chính. Khi đã xác định được 2 đại lượng nêu trên, giá trị của TSVH trong doanh nghiệp sẽ được tính bằng cách lấy giá trị tổng thể của doanh nghiệp trừ đi giá trị của tài sản hữu hình đã đánh giá lại theo giá thị trường của doanh nghiệp đó.

Ưu điểm của phương pháp này chính là sự thuận lợi hơn trong kỹ thuật tính toán giá trị doanh nghiệp tổng thể, cũng như giá trị tài sản hữu hình, và nếu 2 đại lượng đó được xác định đáng tin cậy, thì giá trị TSVH tính ra có độ chính xác rất cao. Tuy vậy, phương pháp này cũng chứa đựng nhược điểm là khó khăn khi dự báo về dòng tiền tương lai mà doanh nghiệp tạo ra, và việc tổng hợp chuẩn xác giá trị thị trường của các tài sản hữu hình trong doanh nghiệp cũng không phải là điều dễ dàng.

Thứ ba, cần sửa đổi Thông tư 127/2014/TT-BTC theo đó bổ sung thêm vào phương pháp chiết khấu dòng tiền 2 phương pháp nữa là phương pháp dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE). Điều này giúp cho doanh nghiệp có thể tùy thuộc vào điều kiện tình hình của mình để lựa chọn phương pháp phù hợp nhất.

Thứ tư, giá trị doanh nghiệp được xác định và công bố không được thấp hơn giá trị doanh nghiệp được xác định theo phương pháp tài sản. Kinh nghiệm các nước phát triển: trong một cuộc định giá doanh nghiệp thì giá trị cơ sở đầu tiên được xác định là giá trị theo phương pháp tài sản. Phương pháp này còn là một cách để đánh giá lại tình hình tài chính và xử lý các vấn đề tồn đọng về tài chính.

Thứ năm, trong giai đoạn này khi mà cổ phần hóa đang hướng vào những doanh nghiệp có quy mô lớn như tổng công ty, công ty mẹ trong tổ hợp mô hình công ty mẹ - công ty con – với khối lượng tài sản có giá trị lớn, thì việc xác định giá trị doanh nghiệp càng trở nên khó khăn và phức tạp, mà với hai phương pháp được quy định áp dụng sẽ gây nhiều hạn chế, có thể dẫn đến thất thoát tài sản của Nhà nước. Vì vậy, cần thiết phải tăng cường kiểm tra giám sát hoạt động xác định GTDN từ phía các cơ quan quản lý nhà nước, tăng cường vai trò của Hiệp hội thẩm định giá Việt Nam trong công tác giám sát các tổ chức định giá.

Thứ sáu, tăng cường năng lực chuyên môn cho các thẩm định viên trong các tổ chức định giá, cụ thể như: (1) các tổ chức định giá chủ động xây dựng kế hoạch, nội dung chương trình đào tạo phù hợp công việc các nhân viên đang đảm nhiệm, gửi đi đào tạo ngắn hạn, chuyên sâu trong và ngoài nước; (2) tăng cường đào tạo trong công việc thông qua cử người có kinh nghiệm truyền đạt, hướng dẫn; (3) các tổ chức định giá cần phối hợp với các trường đại học trong việc xây dựng các chuyên đề, giáo trình về thẩm định giá và thông qua các buổi nói chuyện chuyên đề cung cấp kiến thức thực tiễn cho sinh viên. Bên cạnh đó, ban hành sớm các tiêu chuẩn thẩm định giá khác như tiêu chuẩn định giá về đất trồng rừng, tiêu chuẩn định giá máy móc thiết bị (đặc biệt là những máy móc thiết bị đã hết khấu hao nhưng vẫn đang sử dụng),… để tạo điều kiện thuận lợi cho công tác định giá doanh nghiệp đi vào chuẩn mực thống nhất chung.

4. Kết luận

Định giá doanh nghiệp là công việc ước tính, vừa mang tính khoa học nhưng cũng vừa mang tính nghệ thuật. Các phương pháp định giá doanh nghiệp chỉ có thể đưa ra được những giá trị doanh nghiệp ở mức độ hợp lý trên cơ sở những thông tin có được trong quá trình định giá. Với những phân tích trong bài viết, tác giả đưa ra một số hàm ý: (1) *về phía DNNN* đang

thực hiện định giá để CPH, tái cấu trúc cần chú trọng đến phương pháp mà các tổ chức định giá áp dụng để xác định doanh nghiệp cho mình. Bên cạnh đó, các DNNN cần chủ động kiểm kê tài sản, đối chiếu công nợ và xử lý, lành mạnh tài chính; Hoàn thiện sổ sách kế toán, cũng như những thông tin đầy đủ nhất về tài sản của doanh nghiệp để cung cấp kịp thời và đầy đủ cho tổ chức định giá, nhằm tiến hành nhanh chóng việc XĐGTDN để cổ phần hóa đúng hạn; (2) *Đối với các cơ quan quản lý* cần tham khảo thêm các kinh nghiệm XĐGTDN của các nước có kinh nghiệm trong việc thực hiện tư nhân hóa, và cập nhật các phương pháp mới để kịp thời sửa đổi, bổ sung và hoàn thiện khung pháp lý, nhằm hỗ trợ cho các tổ chức định giá hoàn thành tốt công việc định giá. Góp phần hạn chế được thất thoát tài sản của Nhà nước sau khi định giá, tháo gỡ kịp thời những vướng mắc và xử lý hiệu quả những khó khăn phát sinh trong quá trình định giá.❑

Abstract:

Over 23 years, equitisation has been the key solution to the restructuring process to improve state-owned enterprises effectively. Equitisation is also the way to attract many social capitals, which invest in production - business and these state-owned enterprises become potential supply in mergers and acquisitions (M&A) market in Vietnam. However, until now, with the Prime Minister's intensive guidance, the equitisation process remains slow, one of these causes is the existing problems in the application of business valuation methods. This paperstudies the business valuation methods which are applied in Vietnamese equitisation process on both aspects of theory and practice, and proposes recommendations for improvement of these methods to accelerate the equitisation processin order to achieveset objectives for the period from 2011 to 2015 and for the next stages.

Keywords: equitization, business valuation, asset method, discount cashflow method.

Tài liệu tham khảo

1. Aswath Damodaran, 2010, *Định giá đầu tư,* Nxb Tài chính
2. Học viện Tài chính, 2015, *Hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp, góp phần đẩy mạnh tiến trình cổ phần hóa DNNN,* Kỷ yếu hội thảo khoa học
3. Nguyễn Minh Điện, 2010, *Thẩm định giá tài sản và doanh nghiệp,* Nxb Thống kê.
4. Pablo Fernández, 2007, *company valuation methods, the most common errors in valuation,* working paper, WP no 449, 2007.
5. Phạm Tiến Đạt , 2012*, Xácđịnh giá trị doanh nghiệp của các tổ chức định giá ở Việt nam.* Nxb Khoa học kỹ thuật.
6. Shannon P.Pratt, 2008, *Valuing a business,* The McGraw-Hill co., ISBN 978007144180-3
7. Sheridan Titman & John D. Martin, 2011, *Valuation – The art and science of corporate investment decisions,* Pearson, P. 20 – 47.
8. Vụ Tài chính Ngân hàng - Bộ Tài chính, 2010-2014*, Hồ sơ Báo cáo hoạt động dịch vụ XĐGTDN của các tổ chức cung cấp dịch vụ XĐGTDN cổ phần hóa DNNN.*