

# Xác định giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam - lý luận, thực trạng và giải pháp

TRỊNH HỮU HẠNH  
TẠ HUY ĐĂNG

## I. NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN QUYẾT ĐỊNH ĐẾN CÁC PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP.

Trong kinh tế thị trường, doanh nghiệp (DN) là một thực thể kinh tế và cần được coi là một loại hàng hóa. Việc xác định giá trị DN là nhu cầu tất yếu và đã thu hút được sự quan tâm của rất nhiều đối tượng khác nhau. Giá trị DN cần được xác định một cách hợp lý để đảm bảo được quyền lợi của các bên tham gia trong các hoạt động có liên quan đến DN, cụ thể:

- Xác định giá trị DN phục vụ các hoạt động giao dịch mua bán, sáp nhập, hợp nhất, chia tách DN.

- Xác định giá trị DN nhằm giúp các nhà quản trị DN trong việc đưa ra các quyết định quản lý thích hợp. Hơn nữa giá trị DN là tiềm lực tài chính, là vật đảm bảo để đưa ra các quyết định đầu tư, hợp tác, tài trợ, hoặc cấp tín dụng cho DN.

- Xác định giá trị DN giúp cho việc xác định giá trị cổ phiếu trong thị trường chứng khoán. Vì thế, giá trị DN là mối quan tâm của chủ thể phát hành, người đầu tư và cả phía các cơ quan quản lý nhà nước.

Mặc dù được coi như một loại hàng hóa nhưng không phải ai có tiền cũng có thể mua được DN, bởi lẽ DN không phải là một hàng hóa thông thường mà là một hệ thống phức tạp của nhiều yếu tố cấu thành và có mối liên hệ hữu cơ lẫn nhau. Vì vậy, việc xác định giá trị và giá trị trao đổi của nó phức tạp hơn nhiều so với các hàng hóa khác. Khi nhìn nhận giá trị DN dưới góc độ này, cần chú ý đến một số vấn đề sau đây:

*Thứ nhất: DN là một tổ chức, một thực thể hoạt động chứ không phải là các tài sản rời rạc được tập hợp vào với nhau. Khi hoạt động, các tài sản trong DN gắn kết với nhau để tạo ra giá trị và giá trị thặng dư cho DN nhưng khi giải thể, phá sản nó chỉ đơn giản là một sự hỗn hợp các loại tài sản đơn lẻ, rời rạc mà người ta có thể thanh lý, nhượng bán như hàng hóa thông thường nhưng với một mức giá rất rẻ so với giá trị thực của nó. Do vậy, giá trị DN là một khái niệm chỉ được dùng cho những DN còn đang hoạt động và sẵn sàng hoạt động.*

*Thứ hai: DN là một loại hàng hóa đơn chiếc. Mỗi DN đều có đặc điểm riêng về cơ sở vật chất kỹ thuật, về vị trí địa lý và vị thế kinh doanh, vì vậy giá trị DN là giá cá biệt, đơn chiếc, không giống nhau và có các mức giá rất khác nhau.*

*Thứ ba: DN được coi là một tế bào của nền kinh tế. Sự tồn tại của DN luôn đặt trong mối quan hệ chung với các phần tử khác của nền kinh tế. Sự tồn tại đó không chỉ được quyết định bởi các mối quan hệ trong nội bộ DN mà còn bởi các mối quan hệ với các yếu tố bên ngoài như: khách hàng, người cung cấp, người cho vay, luật pháp, lạm phát, tỷ giá. Sự hoạt động của DN thực chất là sự thích ứng của DN với môi trường hoạt động của nó. Do đó khi đánh giá giá trị DN không chỉ đơn thuần bao gồm nội dung đánh giá về những tài sản trong DN, mà điều quan trọng hơn là phải đánh giá nó về mặt tổ chức và sự thích ứng của nó đối với môi trường kinh doanh.*

Trình Hữu Hạnh, Th.s, Học viện Tài chính.  
Tạ Huy Đăng, Th.s, Công ty Kiểm toán Hà Nội.

*Thứ tư: việc thành lập hay mua lại DN nhằm mục đích cơ bản là tìm kiếm thu nhập phát sinh từ quyền sở hữu DN.* Các nhà đầu tư thành lập ra hay mua lại DN không phải với mục đích nắm quyền sở hữu các tài sản hiện có tại DN hay nắm quyền sử dụng một bộ máy kinh doanh của DN mà nhằm vào mục tiêu là tìm kiếm thu nhập phát sinh từ các quyền sở hữu đó. Điều họ quan tâm là sức sinh lời của DN, là các khoản lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai. Chính vì vậy, giá trị của một DN phụ thuộc rất nhiều vào các khoản thu nhập kỳ vọng và độ lớn của giá trị DN cũng phụ thuộc vào độ lớn các khoản thu nhập kỳ vọng đó.

Từ các đặc điểm trên, có thể thấy rằng: DN là một loại hàng hóa đặc biệt, vì vậy: *giá trị của DN là sự biểu hiện bằng tiền của các khoản thu nhập mà DN đó mang lại cho các nhà đầu tư trong suốt quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của DN.*

Để xác định được trị giá DN, về mặt nguyên lý, chỉ có thể có hai cách tiếp cận đó là:

*Cách 1:* trực tiếp đánh giá giá trị của các tài sản trong DN, bao gồm cả tài sản hữu hình, tài sản vô hình và định lượng giá trị của các yếu tố về tổ chức, danh tiếng, thị phần của DN.

*Cách 2:* đánh giá gián tiếp thông qua việc lượng hóa các khoản thu nhập kỳ vọng mà DN có thể mang lại cho nhà đầu tư trong suốt thời gian hoạt động còn lại của DN.

Nếu xác định giá trị DN thông qua phương pháp tiếp cận trực tiếp thì thông thường giá trị DN gồm 3 bộ phận chính là: giá trị tài sản hữu hình, giá trị tài sản vô hình, giá trị quyền sử dụng đất và lượng hóa giá trị của các nhân tố phi kinh tế như: địa điểm hoạt động, bộ máy tổ chức, danh tiếng, uy tín của DN. Nhưng theo cách thức này chúng ta mới xem xét giá trị DN ở thể tĩnh mà không thấy được sự vận động của nó cũng như chưa thể hiện rõ được mục đích của các nhà đầu tư. Mặt khác, góc nhìn tĩnh tại này không thể hiện được sự tác động của các yếu tố trong môi trường kinh doanh đến DN, không xem xét tới giá trị thời gian của

dòng tiền. Đó chính là những hạn chế vốn có của cách nhìn tĩnh tại.

Nếu xác định giá trị DN thông qua phương pháp tiếp cận gián tiếp thì giá trị DN bao gồm các khoản thu nhập kỳ vọng mà DN có thể mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai. Phương pháp này xem xét giá trị DN trong trạng thái động, vì vậy nó khắc phục được cơ bản các tồn tại của cách tiếp cận thứ nhất và đồng thời nó lột tả được mục đích của các nhà đầu tư là các khoản lợi nhuận kỳ vọng chứ không phải là sở hữu các tài sản hiện có tại công ty. Nhưng đến lượt mình nó lại chứa đựng khá nhiều phức tạp bởi lẽ: việc ước tính các khoản thu nhập trong tương lai không hề đơn giản chút nào và lại gây khó khăn khi không thể xác định một cách thuyết phục về thời gian hoạt động còn lại của DN. Hơn nữa việc lựa chọn tỷ suất hiện tại hóa các khoản thu nhập lại không thể tính toán và lường trước được sự biến động của các chỉ số lạm phát, hay các tỷ lệ chiết khấu của nền kinh tế quốc dân. Mặt khác, liệu DN có thể tạo ra thu nhập hay không và nếu có thể thì độ lớn của thu nhập ở mức độ nào lại tùy thuộc vào khả năng tồn tại và phát triển của DN trong một môi trường nhất định. Tức là phụ thuộc vào tất cả các yếu tố như vốn, tài sản, kỹ thuật, vị trí... và khả năng thích ứng của nó với môi trường bên ngoài.

Theo cách tiếp cận gián tiếp thì: xác định giá trị DN là việc lượng hóa các khoản thu nhập mà DN đó tạo ra và mang lại cho các nhà đầu tư trong tương lai. Với khái niệm như vậy, quá trình xác định giá trị DN chỉ có thể được coi là trọn vẹn khi nó đảm bảo đầy đủ được các cơ sở sau:

*Thứ nhất:* giá trị DN là một phạm trù trừu tượng, nó tồn tại cùng với sự tồn tại của DN ngay cả khi không có việc mua bán và chuyển nhượng DN. *Quá trình xác định giá trị DN là quá trình lượng hóa giá trị vốn có của nó theo những cách thức nhất định chứ không thể làm tăng hay giảm giá trị đích thực của nó.*

*Thứ hai:* giá trị DN là một khái niệm cơ bản hoàn toàn khác với giá bán của DN trên thị trường. Bởi lẽ, *giá trị DN đo bằng độ lớn*

*của các khoản thu nhập trong tương lai mà DN có thể đem lại cho các nhà đầu tư trong khi giá bán thực tế của DN lại chỉ là một mức giá được hình thành trên thị trường dưới tác động của cung cầu.* Do vậy, thực chất giá bán của DN chỉ là một trường hợp cá biệt của giá trị DN khi coi khoản tiền thu được do bán DN cũng là một dạng thu nhập mà DN có thể mang lại cho các nhà đầu tư.

*Thứ ba:* các khoản thu nhập trong tương lai chỉ có thể lượng hóa được một cách đáng tin cậy khi có sự ghi nhận về giá trị thời gian của dòng tiền, nghĩa là mỗi đồng tiền ở những thời điểm khác nhau sẽ đại diện cho một lượng giá trị khác nhau. Do vậy *khi lượng hóa các khoản thu nhập trong tương lai của DN, chúng ta phải xác định được giá trị dòng thu nhập mà DN đem lại ở các thời điểm khác nhau và quy chúng về thời điểm cần xác định giá trị.* Việc quy đổi này luôn tăng theo quy tắc chung là một đồng tiền của ngày hôm nay luôn có giá trị hơn một đồng tiền của ngày mai do tính chất sinh lời của đồng tiền.

*Thứ tư:* để có được các khoản thu nhập trong tương lai bắt buộc DN phải hoạt động. Do vậy, các tính toán, xác định được đưa ra trên cơ sở thừa nhận tính liên tục hoạt động của DN. Khi đó *giá trị DN là giá trị kinh tế bao gồm cả giá trị hoạt động của DN đó chứ không hẳn là giá trị thanh lý, nhượng bán như trong điều kiện DN không còn hoạt động.*

Với hai cách tiếp cận giá trị DN như vậy, trên thế giới hiện nay có nhiều phương pháp xác định giá trị DN như: phương pháp giá trị hiện tại thuần, phương pháp hiện tại hóa lợi nhuận, phương pháp hiện tại hóa dòng tiền thuần, phương pháp định lượng Goodwill (lợi thế thương mại); phương pháp chỉ số PER (Price earning ratio); phương pháp sử dụng dữ liệu của thị trường chứng khoán; phương pháp chiết khấu dòng tiền sau thuế và một số phương pháp khác nữa. Tuy nhiên, kết quả xác định giá trị DN thường có những chênh lệch lớn khi sử dụng các phương pháp khác nhau và thậm chí ngay cả khi áp dụng cùng một phương pháp vì kết quả đó phụ thuộc nhiều vào độ chính xác của các tham

số tính toán. Do vậy, mỗi phương pháp đưa ra đều có những thích ứng đối với từng hoàn cảnh cụ thể của DN và tầm nhìn của các nhà đầu tư. *Không thể có một phương pháp chung phù hợp cho mọi DN,* nên việc lựa chọn một phương pháp nào đó để áp dụng thống nhất cho các DN Việt Nam trong tiến trình cổ phần hóa (CPH) doanh nghiệp nhà nước (DNNN) ở Việt Nam sẽ không tránh khỏi phát sinh những vấn đề tồn tại. Thật vậy, quá trình định giá DNNN khi cổ phần hóa từ năm 1992 trở lại đây đã có tới 11 văn bản pháp quy có liên quan đến xác định giá trị DN khi CPH (bao gồm: 01 quyết định, 02 chỉ thị, 03 nghị định, 05 thông tư). Những quy định cụ thể liên quan tới xác định giá trị DN thường bao gồm 03 nội dung chủ yếu là: cơ cấu của Hội đồng đánh giá và thẩm định giá trị DN, quy trình đánh giá DN và phương pháp xác định giá trị DN, trong đó:

*\* Về cơ cấu của Hội đồng đánh giá và thẩm định giá trị DN*

Việt Nam chưa có một tổ chức định giá chuyên nghiệp đủ uy tín để cung cấp các sản phẩm đánh giá và định giá DN nhằm đáp ứng cho hoạt động của nền kinh tế. Hơn nữa, các thông tin từ thị trường để đánh giá giá trị của DN còn chưa đầy đủ như các nước có nền kinh tế phát triển. Do vậy khi tiến hành CPH DN, chúng ta đã chọn giải pháp là thành lập một Hội đồng để tiến hành thẩm định giá trị DN với một cơ cấu các thành viên đại diện cho cả lợi ích của người mua, người bán. Hội đồng phải có năng lực chuyên sâu về tài chính DN để hạn chế những thao túng, vụ lợi trong quá trình định giá, hạn chế việc xuyên tạc giá trị đích thực của DN.

Thành phần của Hội đồng đánh giá và thẩm định giá trị DN thay đổi tùy theo từng hoàn cảnh lịch sử nhất định. Gần đây nhất, theo Nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19-6-2002 của Chính phủ và Thông tư 79/2002/TT-BTC ngày 12-9-2002 của Bộ Tài chính thì: cơ quan có thẩm quyền quyết định CPH DN quyết định thành lập Hội đồng xác định giá trị DN hoặc lựa chọn Công ty Kiểm toán, tổ chức kinh tế có chức năng định giá

để DN CPH ký hợp đồng xác định giá trị DN.

Trong trường hợp thành lập Hội đồng xác định giá trị DN thì thành phần của Hội đồng bao gồm:

- Đại diện cơ quan quyết định CPH là Chủ tịch Hội đồng
- Đại diện cơ quan tài chính
- Lãnh đạo DN CPH và đại diện Tổng công ty Nhà nước (nếu DN là thành viên của Tổng công ty)

Căn cứ vào thực trạng DN và yêu cầu cụ thể, Hội đồng được mời thêm các tổ chức hoặc các chuyên gia kỹ thuật, kinh tế tài chính trong và ngoài DN cần thiết cho việc đánh giá chất lượng và xác định giá trị thực tế của từng tài sản trong DN. Hội đồng có trách nhiệm thẩm định kết quả, phân loại, đánh giá tài sản và xác định giá trị DN theo các quy định hiện hành và xác định lại kết quả giá trị DN nếu cơ quan có thẩm quyền quyết định cổ phần hóa yêu cầu.

### *\* Về quy trình và phương pháp xác định giá trị DN*

Quy trình xác định giá trị DN là cách thức tiến hành các hoạt động để lượng hóa được giá trị của DN. Theo quy định hiện hành tại Nghị định 64/2002/NĐ-CP và Thông tư 79/2002/TT-BTC thì quy trình xác định giá trị DN bao gồm các bước sau:

**Bước 1:** kiểm kê và phân loại tài sản tại DNNN.

Khi nhận được quyết định CPH, DN tổ chức kiểm kê số lượng và chất lượng của tài sản thực tế hiện có tại DN, xác định thừa, thiếu so với sổ kế toán và phân tích nguyên nhân.

**Bước 2:** xử lý những vấn đề về tài chính trước khi xác định giá trị DN. Bao gồm: xử lý tài sản thừa thiếu, tài sản không cần dùng, ứ đọng, chờ thanh lý, tài sản được hình thành từ quỹ khen thưởng phúc lợi, các khoản công nợ phải thu phải trả, các khoản dự phòng, chênh lệch tỷ giá

**Bước 3:** xác định giá trị DN theo một trong hai phương pháp thống nhất tùy thuộc

vào lĩnh vực hoạt động sản xuất kinh doanh của DN.

**Bước 4:** thẩm định, quyết định và điều chỉnh giá trị DN CPH.

**Bước 5:** xử lý tài chính từ thời điểm xác định giá trị DN đến thời điểm DN chính thức chuyển sang công ty cổ phần.

### *\* Về phương pháp xác định giá trị DN.*

Căn cứ theo Nghị định 64/2002/NĐ-CP của Chính phủ, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 76/2002/TT-BTC ngày 9-9-2002 hướng dẫn những vấn đề tài chính khi chuyển DNNN thành công ty cổ phần và Thông tư 79/2002/TT-BTC ngày 12-9-2002 hướng dẫn xác định giá trị DN khi chuyển DNNN thành Công ty cổ phần. Các văn bản trên đều có hiệu lực từ ngày 4-7-2002. Theo quy định tại 03 văn bản pháp quy này thì giá trị thực tế của DN là giá trị toàn bộ tài sản hiện có của DN tại thời điểm cổ phần hóa có tính đến khả năng sinh lời của DN mà người mua và người bán cổ phần có thể chấp nhận được. Với quan điểm mới này, phương pháp xác định giá trị DN cũng có nhiều thay đổi đáng kể. Tùy thuộc đặc điểm của ngành nghề kinh doanh và điều kiện cụ thể của từng DN, cho phép áp dụng một trong hai phương pháp để xác định giá trị DN, cụ thể:

“Những DNNN hoạt động trong các ngành dịch vụ thương mại, dịch vụ tư vấn, thiết kế xây dựng, dịch vụ tài chính, kiểm 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 của DN trước CPH cao hơn lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị DN thì áp dụng phương pháp xác định giá trị DN theo *dòng tiền chiết khấu*”.

Các DN còn lại thì xác định giá trị theo phương pháp giá trị tài sản ròng.

*Phương pháp xác định giá trị DN theo giá trị tài sản:*

Theo phương pháp này thì giá trị DN được xác định trên cơ sở kết quả kiểm kê, phân loại và đánh giá giá trị thực tế của

toàn bộ tài sản của DN theo giá trị thị

trường tại thời điểm định giá. Cụ thể:

Giá trị thực tế của DN để CPH	=	Giá trị của tài sản là hiện vật	+	Giá trị tài sản bằng tiền	+	Các khoản nợ phải thu	+	Các khoản chi phí dở dang	+	Tài sản ký cược ký quỹ
		+		+		+		+		+
		Tài sản vô hình		Các khoản đầu tư tài chính		Vốn góp liên doanh		Giá trị quyền sử dụng đất		Lợi thế kinh doanh

Trong đó:

*Đối với tài sản là hiện vật:*

- Chỉ đánh giá những tài sản của DN dự kiến sẽ tiếp tục sử dụng sau khi chuyển thành công ty cổ phần.

- Giá thực tế của tài sản được xác định trên cơ sở giá thị trường và chất lượng của tài sản tại thời điểm đánh giá. Nếu là tài sản đặc thù không có lưu thông trên thị trường thì tính theo giá của tài sản tương đương. Nếu không có tài sản tương đương thì tính theo giá trên sổ sách kế toán. Đối với tài sản là nhà cửa, vật kiến trúc, tính theo đơn giá hiện hành. Trường hợp công trình mới xây dựng trong 3 năm trước khi CPH thì sử dụng giá trị quyết toán công trình.

- Chất lượng của tài sản được xác định bằng giá trị còn lại theo tỷ lệ % so với nguyên giá tài sản mới. Đối với tài sản là nhà cửa, vật kiến trúc, máy móc thiết bị tiếp tục sử dụng thì chất lượng tài sản không dưới 20%. Đối với tài sản là phương tiện giao thông tiếp tục sử dụng thì chất lượng tài sản không dưới 20% và phải đảm bảo các điều kiện lưu thông theo quy định của Bộ Giao thông vận tải.

- Đối với tài sản đã hết khấu hao hoặc phân bổ hết giá trị nhưng vẫn sử dụng thì đánh giá lại theo nguyên tắc trên.

*Đối với tài sản bằng tiền:* theo số dư kiểm kê quỹ hoặc đã đối chiếu với ngân hàng tại thời điểm xác định giá trị DN. Nếu là ngoại tệ thì đánh giá lại theo tỷ giá giao dịch bình

quân liên ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố tại thời điểm xác định giá trị DN.

*Đối với các khoản phải thu:* là khoản nợ đã được đối chiếu, xác nhận hoặc đang luân chuyển tại thời điểm định giá.

*Đối với chi phí dở dang:* tính theo số dư chi phí thực tế trên sổ kế toán.

*Đối với tài sản ký cược, ký quỹ:* theo số dư thực tế trên sổ kế toán đã đối chiếu, xác nhận.

*Đối với tài sản vô hình:* theo giá trị còn lại trên sổ kế toán.

*Đối với các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn:* tính theo số dư trên sổ kế toán. Riêng các khoản góp vốn, mua cổ phần của công ty khác thì xác định lại giá trị cổ phần và giá trị vốn góp theo giá trị vốn chủ sở hữu thể hiện trên Báo cáo tài chính của Công ty đó tại thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị DN CPH.

*Đối với vốn góp liên doanh:* được xác định bằng (=) tỷ lệ góp vốn nhân với (x) giá trị vốn chủ sở hữu không bao gồm quỹ khen thưởng, phúc lợi trong Báo cáo tài chính của Công ty liên doanh đã được kiểm toán, nhân với (x) tỷ giá liên ngân hàng tại thời điểm định giá.

Giá trị quyền sử dụng đất đem góp vốn liên doanh cũng được tính vào giá trị DN theo quy định trên.

*Đối với lợi thế thương mại:* như vị trí địa lý, uy tín kinh doanh... được định lượng và tính thêm vào giá trị DN theo công thức sau:

$$\text{Giá trị lợi thế kinh doanh} = \text{Giá trị phân vốn Nhà nước tại DN theo sổ kế toán} \times \text{Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn Nhà nước bình quân trong 3 năm liền kề} - \text{Lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm}$$

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn Nhà nước bình quân trong 3 năm liên kế} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế bình quân 3 năm liên kế}}{\text{Vốn nhà nước theo sổ kế toán bình quân 3 năm}} \times 100\%$$

Trường hợp giá trị thương hiệu đã được xác định hoặc thị trường chấp nhận thì tính theo giá trị đó nhưng không thấp hơn giá trị tính toán theo phương pháp trên đây.

**Đối với giá trị quyền sử dụng đất:** chỉ tính vào giá trị DN phần chi phí để làm tăng giá trị sử dụng đất và giá trị tài sản trên đất như chi phí đền bù, giải toả, san lấp mặt bằng... Không tính giá trị quyền sử dụng

đất vào giá trị DN đối với những DN áp dụng chế độ thuê đất và giao đất. Riêng đối với diện tích đất được Nhà nước giao để kinh doanh nhà và hạ tầng thì phải tính giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị DN cổ phần hóa.

Sau khi xác định xong giá trị thực tế của DN để cổ phần hóa thì giá trị thực tế phần vốn nhà nước tại DN được xác định như sau:

$$\text{Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại DN} = \text{Giá trị thực tế của doanh nghiệp} - \text{Các khoản nợ thực tế phải trả} - \text{Số dư quỹ khen thưởng, phúc lợi}$$

**Phương pháp xác định giá trị DN theo dòng tiền chiết khấu**

Giá trị thực tế của DN và giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại DN được xác định trên cơ sở:

- Báo cáo tài chính của DN trong 5 năm liên kế trước khi xác định giá trị doanh nghiệp

- Phương án hoạt động sản xuất kinh doanh của DN trong 3 -5 năm sau khi chuyển thành công ty cổ phần.

- Lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị DN và hệ số chiết khấu dòng tiền của DN được định giá.

Việc lượng hóa được thể hiện qua công thức tổng quát sau:

$$\text{Giá trị thực tế vốn nhà nước} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+K)^i} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

Trong đó:

$\frac{D_i}{(1+K)^i}$  : là giá trị hiện tại của cổ tức năm thứ i

$\frac{P_n}{(1+K)^n}$  : là giá trị hiện tại của vốn nhà nước năm thứ n

i : thứ tự các năm kế tiếp kể từ năm xác định giá trị DN (i=1→n)

$D_i$  : khoản lợi nhuận sau thuế dùng để chia cổ tức năm thứ i

n : là số năm tương lai được lựa chọn (từ 3 đến 5 năm)

$P_n$  : giá trị vốn nhà nước năm thứ n và được xác định như sau:

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{K-g}$$

$D_{n+1}$  : khoản lợi nhuận sau thuế dùng để chia cổ tức dự kiến của năm n+1

K : tỷ lệ chiết khấu hay tỷ lệ hoàn vốn cần thiết của các nhà đầu tư khi mua cổ phần và được xác định theo công thức:

$$K = R_f + R_p$$

$R_f$  : tỷ suất lợi nhuận thu được từ các khoản đầu tư không rủi ro tính bằng lãi suất của trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm.

$R_p$  : tỷ lệ phụ phí rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu của các công ty ở Việt Nam

g : tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của cổ tức và được xác định như sau:

$$g = b \times R$$

Trong đó:

b : là tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại bổ sung vốn

R : là tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân của các năm tương lai

*Tóm lại:* từ công thức tổng quát xác định giá trị DN và các nhân tố cấu thành, giá trị

DN có thể được xác định qua công thức cụ thể, chi tiết như sau:

$$\begin{aligned} \text{Giá trị thực tế} &= \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+K)^i} + \frac{D_{n+1}}{(K-g)(1+K)^n} \\ \text{vốn nhà nước} &= \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+K)^i} + \frac{D_{n+1}}{(Rf + Rp - bR)(1+Rf + Rp)^n} \end{aligned}$$

Sau khi xác định được giá trị thực tế vốn nhà nước tại DN theo phương pháp trên, thì giá trị

thực tế của DN CPH xác định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền được xác định như sau:

$$\text{Giá trị thực tế của DN} = \text{Giá trị thực tế phần vốn nhà nước} + \text{Các khoản nợ phải trả} + \text{Số dư bằng tiền quỹ khen thưởng, phúc lợi} + \text{Số dư nguồn kinh phí sự nghiệp <nếu có>}$$

**Đánh giá chung về phương pháp xác định giá trị DN trong các văn bản pháp quy của Nhà nước, chúng ta thấy rằng:**

- Phương pháp xác định giá trị DN là phương pháp khoa học về mặt tài chính. Tuy nhiên nó xuất hiện và ứng dụng ở Việt Nam lại gắn liền với với chính sách đổi mới, cải cách DNNN. Do vậy, ít nhiều nó bị ảnh hưởng bởi mục tiêu chung của chương trình cải cách, đổi mới DNNN là đa dạng hóa hình thức sở hữu nhưng phải đảm bảo sao cho DN được tiếp tục tồn tại và nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh. Để thực hiện được mục tiêu cơ bản đó, Nhà nước sẵn sàng và chấp nhận định giá thấp hơn, thậm trí thấp hơn cả giá trị tài sản theo sổ sách kế toán để hấp dẫn các nhà đầu tư tư nhân và người lao động.

- Phù hợp với khả năng và tư duy kinh tế của số đông người lao động và các nhà đầu tư tư nhân còn có hạn. Do vậy, phương pháp xác định giá trị DN được lựa chọn phải đảm bảo đơn giản, dễ hiểu, không quá trừu tượng, phức tạp hóa. Vì vậy, phương pháp lựa chọn phải xuất phát từ thực tế để dễ hình dung, dễ thấy, dễ nhận diện và đó là một lý do tại sao chúng ta luôn có phương pháp tài sản ròng trong quá trình xác định giá trị DN. Mặt khác, ngoài lợi ích kinh tế, chương trình đổi mới, cải cách DNNN còn được đánh giá về mặt lợi ích xã hội. Trên góc

độ này, mục tiêu cơ bản của Nhà nước là thay đổi cơ chế quản lý DN để nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh (SXKD). Cho nên, việc lựa chọn phương pháp nào không còn nhiều ý nghĩa quan trọng nữa mà tiêu chuẩn để lựa chọn phương pháp là thời gian xác định phải nhanh chóng để đảm bảo thay đổi cơ chế quản lý nhanh nhất.

- Xuất phát từ quan điểm cho rằng “Đất đai thuộc quyền sở hữu của nhà nước, DN chỉ có quyền sử dụng chứ không có quyền định đoạt. Đất đai chỉ có giá trị sử dụng chứ không có giá trị và giá trị trao đổi, mua bán”. Vì vậy, cho dù trên thực tế, giá trị trao đổi, chuyển nhượng quyền sử dụng đất có giá trị rất lớn nhưng trong các văn bản pháp quy của Nhà nước, không đề cập đến giá trị của đất. Vì vậy, giá trị quyền sử dụng đất đưa vào xác định giá trị DN phần lớn chỉ bao gồm giá trị đầu tư ban đầu (như đền bù, giải phóng mặt bằng, san lấp...) là những chi phí làm tăng giá trị sử dụng của đất chứ không phải là số tiền cần thiết theo giá thị trường DN phải bỏ ra để có được quyền sử dụng mảnh đất đó. Chính vì lẽ đó, số tiền tính vào giá trị DN của diện tích đất sử dụng trong DN thấp hơn rất nhiều so với giá trị trao đổi trên thị trường cho dù DN sau khi cổ phần hóa phải trả tiền thuê đất hàng năm cho Nhà nước. Trên thực tế, sau khi CPH, công ty cổ phần vẫn được tiếp tục thuê

các diện tích đất mà khi còn là DNNN đã thuê, kèm theo cam kết sử dụng đất cho mục đích sản xuất kinh doanh, không để hoang hóa... Trong nhiều trường hợp, vấn đề này đã trở thành mục tiêu của các nhà đầu tư tư nhân khi tham gia mua cổ phiếu của các công ty cổ phần hóa từ DNNN. Sau đó, mặc dù diện tích đất không để hoang hóa nhưng đã được sử dụng cho mục đích và ngành nghề kinh doanh mới.

- Toàn bộ ảnh hưởng của các yếu tố như tổ chức quản lý, vị trí địa lý... được Nhà nước lượng hóa hết qua chỉ tiêu lợi nhuận siêu ngạch. Phương pháp xác định giá trị DN của chúng ta đã có những lưu ý đến các nhân tố quá khứ, hiện tại và tương lai của DN. Dựa trên kết quả hoạt động SXKD của một số năm trong quá khứ, xác định tính minh bạch về tài sản, công nợ, trình độ quản lý để làm cơ sở xác định giá trị DN và xây dựng phương án đầu tư mới cho công ty cổ phần.

- Trong cơ chế thị trường, nhất là trong quá trình cạnh tranh và hội nhập kinh tế, việc đăng ký thương hiệu để đảm bảo quyền sở hữu trí tuệ và xác định giá trị thương hiệu trong cơ cấu giá trị DN là những vấn đề quan trọng. Tuy nhiên, phương pháp xác định giá trị DN của chúng ta đã không đưa ra và chưa coi giá trị thương hiệu là một yếu tố cấu thành nên giá trị DN.

Từ năm 1992, Chính phủ đã ban hành nhiều văn bản triển khai thực hiện chủ trương CPH; tính đến ngày 30-09-2004, cả nước đã CPH được 1720 DNNN (xem phụ lục).

## II. NHỮNG VƯỚNG MẮC TRONG QUÁ TRÌNH XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DN TẠI VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN VỪA QUA.

### 1. Tuy nhiên việc xác định giá trị DN đang gặp những vướng mắc cần tháo gỡ:

#### a. Về tổ chức thực hiện:

- Quá trình CPH nói chung và phương pháp xác định giá trị DN nói riêng ở Việt

Nam là một quá trình vừa làm, vừa rút kinh nghiệm. Do vậy, trong khoảng thời gian ngắn nhưng đã có rất nhiều các văn bản pháp quy ban hành để điều chỉnh các hoạt động đó nhưng vẫn còn nhiều sai sót trong các văn bản đã ban hành.

- Để đảm bảo phù hợp hơn với điều kiện kinh tế chính trị, xã hội của Việt Nam, hiện nay phương pháp xác định giá trị DN áp dụng phải là phương pháp dễ hiểu, không quá phức tạp và đặc biệt phải có căn cứ là dựa vào sổ sách, chứng từ kế toán, các văn bản pháp quy... Hơn nữa, thị trường chứng khoán Việt Nam đã hình thành nhưng hoạt động kém hiệu quả đã làm hạn chế và khoanh vùng phương pháp xác định giá trị DN ở Việt Nam.

- Những quy định về Hội đồng định giá cho thấy rằng: Chính phủ chưa thể tin tưởng vào khả năng chuyên môn về định giá của các cán bộ tài chính nhà nước nhưng cũng không thể giao hết cho các cơ quan thẩm định hay kiểm toán vì chưa có những hành lang pháp lý đầy đủ để quản lý và kiểm soát kết quả của các tổ chức đó.

#### b. Về kỹ thuật xác định giá trị doanh nghiệp

Có tính chất ứng phó với quá trình CPH, trên quan điểm tư lợi về tài chính, nhiều DNNN đã tiến hành bán tháo một số tài sản là máy móc thiết bị, vật tư hành hóa tồn kho trước thời điểm kiểm kê, xác định giá trị DN với tinh thần "xử lý tài chính trước khi CPH". Một số khác ẩn tiền của Nhà nước vào các khoản mục tài sản không phải xác định lại giá trị mà lấy theo số dư trên sổ kế toán như chi phí SXKD dở dang, giá trị tài sản cố định (TSCĐ) vô hình, chi phí chờ phân bổ... hoặc thực hiện một loạt các giao dịch kinh tế "lạ thường" để đẩy nó vào chi phí xác định lãi, lỗ trong năm trước khi CPH. Với các cách thức như trên, tài sản của Nhà nước sẽ không còn đầy đủ trên thực tế khi kiểm kê xác định giá trị DN hoặc nếu có thì cũng chỉ là những giá trị khống khi đưa số dư của các



khoản mục chi phí SXKD dở dang, chi phí chờ kết chuyển hay TSCĐ vô hình vào xác định giá trị DN.

*Đối với TSCĐ:* khi tiến hành xác định giá trị của TSCĐ hữu hình thì cả 2 yếu tố của quá trình định giá là nguyên giá và giá trị còn lại đều rất khó xác định. Sở dĩ như vậy là vì: máy móc thiết bị hiện đang sử dụng trong các DNNN là các máy chuyên dụng thuộc các thế hệ công nghệ khác nhau, do nhiều nhà cung cấp khác nhau. Thông thường là đã lạc hậu và các nhà sản xuất không còn cung cấp chủng loại đó trên thị trường hiện tại. Còn nếu dựa theo tính năng, công dụng tương tự thì các máy móc thiết bị thời nay thuộc các thế hệ mới, tiên tiến hơn, tiện ích hơn nên nguyên giá của chúng thường rất khác nhau. Trong trường hợp hãn hữu, nếu lựa chọn được một sản phẩm có cùng công suất, tính năng và tác dụng nhưng do các nhà sản xuất khác nhau thì cũng không thể so sánh với nhau được (một chiếc xe Dream Trung Quốc không thể so sánh nguyên giá với một chiếc xe Dream Thái Lan hoặc Việt Nam được cho dù đó là hai sản phẩm tương đương). Với những khó khăn trên, phần lớn TSCĐ không có được cơ sở tham chiếu để tham khảo giá trị thị trường hiện tại mà được xác định lại theo nguyên giá ghi sổ kế toán của đơn vị. Không những nguyên giá mà cả giá trị còn lại của TSCĐ cũng là một yếu tố rất khó xác định bởi lẽ: về mặt nguyên tắc, giá trị còn lại của tài sản được xác định dựa vào giá trị còn lại của các kết cấu chính, nhưng cơ sở để xác định giá trị còn lại của các kết cấu chính lại thường không thuyết phục. Do vậy, tỷ lệ % giá trị còn lại được đưa ra mang nhiều tính chất chủ quan và luôn theo chiều hướng dằng xé về mặt lợi ích: DN muốn đánh giá thấp, Nhà nước muốn đánh giá cao. Vì vậy, luôn luôn xảy ra tranh chấp trong việc thống nhất số liệu.

*Đối với vật tư, hàng hóa, thành phẩm:* do thời điểm thực tế kiểm kê, xác định giá trị DN thường chậm hơn thời điểm lựa

chọn làm mốc để xác định giá trị nên tại thời điểm kiểm kê thực tế, vật tư, hàng hóa, thành phẩm đã có quá nhiều biến động về cả số lượng, chất lượng và phẩm cấp so với vật tư, hàng hóa tại thời điểm lựa chọn để xác định giá trị DN. Về mặt nguyên tắc, số lượng của hàng tồn kho phải được tính toán trên cơ sở số lượng thực tế kiểm kê sau khi đã điều chỉnh lại ảnh hưởng của các khoản nhập xuất trong suốt giai đoạn từ thời điểm lựa chọn đến thời điểm thực tế kiểm kê. Tuy nhiên trong thực tế, việc này là không tưởng mà đôi khi bản thân các phiếu nhập, phiếu xuất trong kỳ cũng không đảm bảo được độ chính xác của nó. Do vậy, hầu hết số lượng, chủng loại và chất lượng của vật tư hàng hóa được lấy theo số liệu báo cáo của đơn vị nên tính thuyết phục không cao.

*Đối với các tài sản vô hình:* Chính phủ quy định: tất cả các yếu tố vô hình chưa được xác định giá trị sẽ được "vo tròn" thông qua chỉ tiêu lợi nhuận siêu ngạch. Còn các tài sản vô hình đã được xác định giá trị thì lấy theo số dư còn lại của các tài sản đó hiện đang phản ánh trên sổ kế toán tại thời điểm lựa chọn để đưa vào xác định giá trị DN. Tuy nhiên, giá trị các tài sản vô hình đó được tính toán có cơ sở hay không, hợp lý, hợp lệ hay không lại không được Chính phủ nhắc đến. Vì vậy, thực tế tại nhiều DN, nhiều khoản chi với lượng tiền lớn đã không có được các chứng từ hợp lý hợp lệ để chứng minh và đã được DN "phù phép" khi đưa vào TSCĐ vô hình hoặc treo trên khoản mục chi phí trả trước dài hạn hay chi phí chờ phân bổ... Như vậy, vô hình dung, giá trị của các DN được xác định là "ảo" do các khoản chi đó mà thực chất đó là khoản lỗ được DN gác lại hoặc nếu có thì giá trị các lợi ích kinh tế thu được trong tương lai của các tài sản đó là khá bé so với giá trị mà nó đang phản ánh. Ngoài ra, với các ngành kinh doanh đặc thù như khai thác khoáng sản, thì giá trị DN được xác định phụ thuộc phần lớn vào trữ lượng và chất lượng khoáng sản

tiềm năng chưa được khai thác chứ ít phụ thuộc vào các tài sản nằm trên nó. Do vậy, quyền được khai thác khoáng sản và đánh giá trữ lượng còn lại của mỏ là các yếu tố được các nhà đầu tư quan tâm hơn là những tài sản hiện có tại mỏ. Tuy nhiên, đánh giá giá trị của các tài sản vô hình đó như thế nào lại không được Chính phủ hướng dẫn xác định và vô tình nó đã trở thành miếng mồi lớn cho các nhà đầu tư hoạt động trong lĩnh vực khai khoáng. Tóm lại, chúng ta còn khá nhiều lúng túng trong việc xác định giá trị của các tài sản vô hình. Không liệt tả, bóc tách và xác định được cho từng loại mà gộp tất cả vào chỉ tiêu lợi nhuận siêu ngạch là không chính xác.

*Về việc xác định của các khoản công nợ phải thu, phải trả:* nguyên tắc chung là các khoản công nợ phải được xác nhận rõ ràng, đầy đủ, chính xác và chỉ đưa vào xác định giá trị DN đối với các khoản công nợ đã được xác nhận. Các khoản công nợ "xấu" còn lại cần phải được xử lý trước khi CPH. Tuy nhiên, thực tế tồn tại rất nhiều khoản công nợ không được xác nhận vì các lý do rất khác nhau hoặc có nhiều khoản công nợ không đòi được nhưng con nợ chưa có những bằng chứng để DN đưa vào danh sách "xử lý tài chính". Vì vậy, nhiều DN phải ngậm ngùi chấp nhận giá trị "ảo" của các khoản nợ "tiền thoái lương nan" như trên. Và thiệt thòi nhất vẫn là những người lao động sau khi mua cổ phiếu của công ty CPH.

Vấn đề đất và giá trị quyền sử dụng đất vẫn là những vấn đề vướng mắc trong các quy định của Nhà nước cho dù có nhìn nhận được giá trị trao đổi thực tế của đất nhưng các nhà làm chính sách không muốn gây mâu thuẫn với Luật Đất đai, tuy nhiên cũng chưa đưa ra được giải pháp nào hợp lý, dung hoà được.

Để khắc phục những tồn tại trong quá trình xác định giá trị DN trong thời gian qua, dựa trên cơ sở lý luận chung về xác

định giá trị DN và đặc điểm kinh tế xã hội của Việt Nam, chúng tôi nghĩ rằng những quy định cụ thể trong chính sách tài chính về xác định giá trị DN trong thời gian tới cần được hoàn thiện hơn nữa đối với các nội dung sau:

### III. HOÀN THIỆN CÁC GIẢI PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DN

#### 1. Quy định rõ cơ chế và hình thức hoạt động đối với các chuyên gia

Nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19-6-2002 của Chính phủ và Thông tư 79/2002/TT - BTC ngày 12-9-2002 của Bộ Tài chính cho phép mời thêm các chuyên gia trong và ngoài nước cùng tham gia vào Hội đồng đánh giá và thẩm định giá trị DN nhưng chưa quy định rõ cơ chế, hình thức hoạt động và ý kiến của các chuyên gia này được tôn trọng và sử dụng đến đâu. Trong trường hợp có sự bất đồng giữa nhóm chuyên gia với Chủ tịch Hội đồng thì sẽ xử lý như thế nào? Phải chăng, Nhà nước nên có văn bản hướng dẫn và cụ thể hóa theo hướng: không đưa các chuyên gia vào làm thành viên của Hội đồng mà quan hệ với họ dựa trên việc thực hiện các hợp đồng kinh tế, trong đó quy định rõ quyền lợi và trách nhiệm của họ. Khi đó, tiền công chỉ được trả đầy đủ khi sản phẩm được trao đổi thoả mãn các yêu cầu của Hội đồng. Sau đó, quyền và trách nhiệm trong việc xử lý thông tin sẽ thuộc về Hội đồng định giá.

#### 2. Hoàn thiện khung pháp lý cho hoạt động của các Công ty kiểm toán trong việc định giá doanh nghiệp

Khung pháp lý cao nhất cho hoạt động hiện nay của các Công ty kiểm toán độc lập là Nghị định 07/NĐ - CP ngày 29-01-1994 của Thủ tướng Chính phủ ban hành quy chế về kiểm toán độc lập trong nền kinh tế quốc dân và một vài chuẩn mực kiểm toán Việt Nam (VSA) được soạn thảo dựa trên các quy định của Chuẩn mực kiểm toán quốc tế (ISA). Dựa trên đánh giá kết quả hoạt động của ngành kiểm

toán độc lập 11 năm qua và những biến động của ngành kiểm toán độc lập thế giới sau vụ phá sản của tập đoàn Enron, Worldcom, thì việc hoàn chỉnh khung pháp lý cho hoạt động kiểm toán độc lập là cần thiết mà đặc biệt là sự ràng buộc trách nhiệm hợp lý của Kiểm toán viên và Công ty kiểm toán độc lập đối với kết quả và ý kiến của Báo cáo kiểm toán. Tuy nhiên, điều đó chỉ khả thi khi Chính phủ phải đồng thời hoàn thiện khung pháp lý và tăng cường tính pháp chế đối với hoạt động của kế toán, tài chính, ngân hàng và áp dụng các biện pháp để đẩy nhanh việc thanh toán không dùng tiền mặt, xử lý có hiệu quả và tiến tới kiểm soát được vấn đề thanh toán của nền kinh tế quốc dân...; mặt khác, muốn kết quả kiểm toán ngày càng được tin cậy thì không những cần có các văn bản pháp quy tác động trực tiếp tới hoạt động của nó mà còn cần đến những giải pháp quản lý tổng thể nền kinh tế từ phía Nhà nước.

### **3. Cần quy định rõ và mở rộng đối tượng áp dụng phương pháp xác định giá trị DN theo dòng tiền chiết khấu**

Hiện tại, Thông tư 79/2002/TT-BTC ngày 12-9-2002 của Bộ Tài chính quy định: Đối tượng áp dụng phương pháp định giá theo chiết khấu dòng tiền là: *"các DNNN hoạt động trong các ngành dịch vụ thương mại, dịch vụ tư vấn, thiết kế xây dựng, dịch vụ tài chính, kiểm toán, tin học và chuyển giao công nghệ; có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân 5 năm liên kế của DN trước CPH cao hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp"*. Quy định này không rõ ràng và chặt chẽ ở các điểm sau đây:

*Thứ nhất:* nếu một DN có ít nhất 2 ngành nghề hoạt động nhưng chỉ có 01 ngành nghề thuộc đối tượng áp dụng của Thông tư, khi đó DN sẽ phải lựa chọn theo phương pháp nào để xác định giá trị DN.

*Thứ hai:* nếu một DN thuộc ngành nghề quy định nhưng tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân 5 năm liên kế không cao hơn lãi suất Chính phủ kỳ hạn 10 năm thì sẽ áp dụng theo phương pháp nào?

*Thứ ba:* nên thay cụm từ "vốn chủ sở hữu" bằng cụm từ "nguồn vốn kinh doanh". Bởi lẽ, theo quy định của chế độ kế toán hiện hành thì vốn chủ sở hữu bao gồm cả lợi nhuận lũy kế và các quỹ của DN. Do vậy, vốn chủ sở hữu đã bao gồm cả chỉ tiêu lợi nhuận thực hiện trong năm và gồm cả các quỹ không tham gia hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong khi điều chúng ta quan tâm là một đồng vốn DN bỏ ra sau một năm sẽ thu được bao nhiêu lợi nhuận. Vì vậy, tỷ suất chúng ta cần tính là tỷ suất lợi nhuận/nguồn vốn kinh doanh chứ không phải tỷ suất lợi nhuận/vốn chủ sở hữu.

*Cần mở rộng đối tượng áp dụng phương pháp xác định giá trị DN theo dòng tiền chiết khấu*

Mặc dù phương pháp xác định giá trị DN theo dòng tiền chiết khấu không đơn giản và dễ thực hiện như phương pháp giá trị tài sản ròng, nhưng nó thể hiện được sát hơn mục đích của nhà đầu tư. Vì vậy, Chính phủ có thể mở rộng hơn đối tượng áp dụng phương pháp này sang tất cả các DN có tỷ suất lợi nhuận ròng trên nguồn vốn kinh doanh bình quân trong 5 năm liên kế lớn hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm.

### **4. Cần quy định rõ hơn việc xác định nguyên giá của tài sản là nhà cửa, vật kiến trúc trong phương pháp xác định giá trị DN theo giá trị tài sản ròng.**

Cụ thể: đối với các công trình mới hoàn thành đầu tư xây dựng trong 03 năm thì sử dụng giá quyết toán công trình đã được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt. Tuy nhiên, thực trạng quản lý xây dựng cơ bản của chúng ta cho thấy: tồn tại rất nhiều

công trình đã hoàn thành sau 03 năm nhưng chưa thể quyết toán được vì rất nhiều lý do khác nhau. Hơn nữa, giá trị quyết toán của công trình có thể khác nhau giữa: giá trị quyết toán A - B, giá trị quyết toán do kiểm toán đưa ra hoặc giá trị do chủ đầu tư quyết toán. Vì vậy, nên quy định rõ về cơ quan có thẩm quyền là ai? là chủ đầu tư hay cơ quan tài chính? trường hợp mới xây dựng xong trong 03 năm nhưng chưa thực hiện quyết toán thì lấy giá trị nào?... Theo chúng tôi: đối với các công trình đã được kiểm toán hoặc được chủ đầu tư quyết toán thì nguyên giá là giá trị quyết toán đã được duyệt; đối với những công trình chưa tổ chức quyết toán được thì tạm thời xác định trên cơ sở quyết toán A-B và sẽ thực hiện điều chỉnh khi có quyết toán chính thức.

### 5. Cần có chính sách hợp lý hơn khi xác định công nợ trong giá trị DN.

Công nợ là một trong những vướng mắc nhất trong quá trình xác định giá trị DN. Nhiều khoản công nợ phải thu đã thực sự trở thành công nợ khó đòi và do đó không thể chuyển thành tài sản cho các cổ đông của công ty cổ phần, nhưng lại chưa đủ điều kiện và hồ sơ để giải quyết theo quy định hiện hành về xử lý công nợ. Vì vậy, thực tế quá trình định giá DNNN đang chờ Nhà nước bổ sung các quy định cho xử lý tích cực hơn hoặc khoan nợ giao cho công ty cổ phần theo dõi giữ hộ Nhà nước trong một khoảng thời gian nhất định (tức là loại ra khỏi giá trị doanh nghiệp). Như thế, cổ đông đỡ thiệt thòi và đây là giá trị DN "ảo".

### 6. Cần quy định và hướng dẫn cách xác định giá trị thương hiệu của DN và hướng dẫn cách xác định giá trị vô hình của một số ngành đặc thù.

Thương hiệu là giá trị kinh tế đem lại cho chủ sở hữu, nó góp phần rất lớn trong việc tạo ra sức mua của sản phẩm và

đương nhiên sẽ tạo ra lợi nhuận. Tuy nhiên giá trị thương hiệu không phải là giá trị thông thường, hiện nay không có thị trường dành riêng cho thương hiệu giống như các thị trường khác. Giá trị thương hiệu của các công ty là rất khác nhau. Cho nên, việc định giá DN dựa trên tài sản hữu hình thuần túy sẽ dẫn đến tình trạng định giá thấp hơn so với giá trị thực của nó. Tuy nhiên, định giá thương hiệu như thế nào lại là một vấn đề khá phức tạp.

Theo quan điểm của chúng tôi, giá trị thương hiệu của một DN sẽ phụ thuộc vào các yếu tố sau:

*Thứ nhất: thị phần của DN.* Thị phần của DN được coi như yếu tố để xem xét đến thị phần của thương hiệu. DN có thị phần càng lớn thì thương hiệu đó đã chiếm lĩnh được càng nhiều thị phần.

*Thứ hai: sự phát triển ổn định của DN.* Bởi vì, tuổi thọ của thương hiệu phụ thuộc vào tuổi thọ của sản phẩm và hoàn toàn phụ thuộc vào tuổi thọ của DN. Do vậy, thương hiệu duy trì được sự ưa chuộng và lòng trung thành của khách hàng trong một thời gian dài sẽ có giá hơn thương hiệu có nhiều biến động.

*Thứ ba: về thị trường.* Cùng một thương hiệu nhưng ở các thị trường khác nhau thì tạo ra các giá trị khác nhau (chẳng hạn: bia Halida bán tốt hơn bia Saigon tại thị trường miền Bắc nhưng ở miền Nam thì điều đó là ngược lại).

*Thứ tư: tính quốc tế.* Thương hiệu có mặt trên thị trường quốc tế sẽ có giá trị hơn thương hiệu chỉ bán tại thị trường nội địa hay khu vực.

*Thứ năm: sự bảo hộ của nhà nước hoặc của cơ quan chức năng.* Yếu tố này liên quan đến vấn đề pháp lý. Một thương hiệu được đăng ký độc quyền và được bảo hộ sẽ có giá hơn các thương hiệu đang bị tranh chấp.

Tuy nhiên, không thể có một phương pháp chung tổng quát nào áp dụng cho

mọi thương hiệu, cũng như không có một giá trị đúng cho một thương hiệu. Phương pháp và kết quả của việc định giá thương hiệu tùy thuộc rất nhiều vào người định giá, đối tượng được định giá, mục đích định giá và cả đối tượng sử dụng kết quả định giá.

Hiện nay, giá trị thương hiệu và các lợi thế kinh doanh của DN được Nhà nước gói gọn trong chỉ tiêu lợi nhuận siêu ngạch. Trong khi, lợi nhuận của DN được xác định và phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau. Do vậy, DN vẫn có thể lỗ hoặc không đạt lợi nhuận siêu ngạch cho dù DN có giá trị thương hiệu. Vì lẽ đó, giá trị thương hiệu có thể được giải quyết như sau:

- Nếu giá trị thương hiệu đã được hình thành do quan hệ mua bán, trao đổi thì giá trị thương hiệu là giá trị trao đổi mua bán.
- Nếu giá trị thương hiệu chưa được xác định thì có thể quy định như sau:
  - + Giá trị thương hiệu do Công ty kiểm toán hoặc cơ quan thẩm định của Nhà nước xác định.
  - + Cách xác định giá trị thương hiệu

$$\text{Giá trị thương hiệu} = \sum_{i=1}^n (P_i - P_{td}) \times Q_i$$

Trong đó:  $P_i$ : là giá bán bình quân của sản phẩm  $i$  trong kỳ xác định

$P_{td}$ : là giá bán bình quân của sản phẩm (hoặc các sản phẩm) tương đương với sản phẩm  $i$  của các đối thủ cạnh tranh.

$Q_i$ : khối lượng sản phẩm  $i$  đã tiêu thụ trong kỳ xác định

$n$ : số chủng loại sản phẩm đã tiêu thụ trong kỳ xác định.

Đối với một số ngành đặc thù có liên quan đến các tài sản quốc gia như khoáng sản... Chính phủ cần có hướng dẫn cách xác định giá trị vô hình là các quyền khai

thác và đánh giá giá trị trữ lượng của mỏ vào giá trị DN.

### 7. Hoàn thiện hơn vấn đề giá trị quyền sử dụng đất khi xác định giá trị DN

Để đảm bảo công bằng hơn giữa các DN sau khi cổ phần hóa và công bằng với các quan hệ kinh tế khác trong xã hội, Chính phủ cần nghiên cứu đưa giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị DN theo các hướng:

*Một là:* Xác định giá trị quyền sử dụng đất theo *đơn giá cho thuê đất* (hay góp vốn liên doanh bằng đất) của địa phương nhân với  $\langle x \rangle$  số năm hoạt động của công ty cổ phần và đưa giá trị đó vào giá trị DN coi đó như là phần vốn của Nhà nước trong công ty cổ phần. Đồng thời, địa phương cần ban hành các hệ số  $K$  (có thể từ 0,8 đến 2,0) để điều chỉnh giá thuê đất đối với các vị trí đặc địa, gần mặt đường cấp I, cấp II, cấp III... Tuy nhiên, do đặc thù của giá trị quyền sử dụng đất là không hao mòn và mất giá trong quá trình sử dụng nên có thể không xác định mức chi phối của Nhà nước đối với công ty cổ phần tương ứng với phần vốn góp bằng giá trị quyền sử dụng đất.

*Hai là:* xác định giá trị quyền sử dụng đất theo *đơn giá đền bù* của địa phương khi Nhà nước thu hồi lại diện tích đất để xây dựng các công trình phúc lợi công cộng và không nhất thiết phải xác định quyền kiểm soát DN với giá trị đất góp vốn tương tự như phương án 1.

*Ba là:* bổ sung vào giá trị DN *lợi thế của quyền thuê đất* của Nhà nước coi như một tài sản vô hình của DN. Bởi lẽ, mức thuê đất hiện nay mà DN phải trả thường thấp hơn so với giá thuê đất trên thị trường. Vì vậy, giá trị lợi thế của quyền sử dụng thuê đất sẽ là tổng chênh lệch giữa giá thuê phải trả cho Nhà nước với giá thuê bình quân trên thị trường trong suốt thời gian thuê của DN.

$$\text{Giá trị lợi thế của quyền thuê đất} = \text{Chênh lệch tiền thuê đất 1 năm} \times \text{Hệ số hiện tại hóa của số năm thuê đất}$$

Trên đây là các nhóm giải pháp cơ bản nhằm góp phần tháo gỡ một số vướng mắc trong việc xác

định giá trị DN, nhằm mục đích đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa DN nhà nước tại Việt Nam./

## Xác định giá trị ...

### Phụ lục:

#### I. TỔNG HỢP CÁC DNNN ĐÃ CPH TRONG PHẠM VI CẢ NƯỚC. (Tính đến thời điểm 30-09-2004)

TT	Giai đoạn cổ phần hóa	Số DN CPH
1.	Giai đoạn thí điểm CPH (năm 1992 đến 5-1996)	5
2.	Giai đoạn mở rộng thí điểm (cuối năm 1996 đến 6-1998)	25
3.	Giai đoạn triển khai (từ 7-1998 đến 09-2004)	1.690
<b>Cộng</b>		<b>1720</b>

Nguồn: Báo cáo tổng kết hoạt động CPH DNNN, tháng 11-2004, của Cục Tài chính doanh nghiệp Bộ Tài chính.

#### III. TỔNG HỢP CÁC DNNN ĐÃ CPH THEO BỘ, NGÀNH. (Tính đến thời điểm 30-09-2004)

STT	Tên Bộ, ngành	SL DNNN đã CPH	STT	Tên bộ, ngành	SL DNNN đã CPH
<b>Bộ, ngành (I)</b>					
1	Bộ Giao thông vận tải	63	26	Ban cơ yếu Chính phủ	0
2	Bộ Thương mại	36	27	Thông tấn xã VN	0
3	Bộ Công nghiệp	70	28	Đài TNVN	0
4	Bộ Xây dựng	87	<b>Tổng số (I)</b>		<b>371</b>
5	Bộ NN và PTNT	79	<b>Tổng công ty 91 (II)</b>		
6	Bộ Thủy sản	12	1	TCT Dệt may	19
7	Tổng cục du lịch	4	2	TCT Thép	12
8	Ngân hàng Nhà nước	0	3	TCT Hàng hải	22
9	Bộ Văn hóa thông tin	1	4	TCT Bưu chính viễn thông	12
10	Bộ Y tế	10	5	TCT Cao su	4
11	Bộ Công an	0	6	TCT Xi măng	6
12	Bộ GD và ĐT	0	7	TCT Giấy	4
13	Đài truyền hình VN	0	8	TCT Than VN (CP)	10
14	Tổng cục KT- TV	1	9	TCT Cà phê VN	3
15	TT KH và CN QG	1	10	TCT Lương thực MB	4
16	Tổng cục bưu điện	0	11	TCT Dầu khí	0
17	Bộ Khoa học công nghệ	2	12	TCT Thuốc lá	0
18	Bộ Tài chính	2	13	TCT Lương thực MN	1
19	Bộ Quốc phòng	3	14	TCT CN Tàu thủy	0
20	Bộ Ngoại giao	0	15	TCT Hàng không	0
21	Bộ LĐTB và XH	0	16	TCT Đường sắt VN	3
22	Bộ Tài nguyên môi trường	0	17	TCT Hóa chất	16
23	Bộ BC VT	0	18	TCT Điện lực	7
24	UBDTT	0	<b>Tổng (II)</b>		<b>123</b>
25	UB Dân tộc	0	<b>Tổng (I+II)</b>		<b>494</b>

#### III. DNNN ĐÃ CỔ PHẦN HÓA TẠI CÁC TỈNH.

(Tính đến thời điểm 30-09-2004)

TT	Địa phương	Số DNNN	TT	Địa phương	Số DNNN	TT	Địa phương	Số DNNN
1	Hà Nội	101	22	Quảng Ninh	44	43	Tây Ninh	8
2	TP.HCM	139	23	Thái Bình	32	44	Bình Dương	5
3	Hải Phòng	39	24	Nam Định	79	45	Đồng Nai	21
4	Đà Nẵng	14	25	Thanh Hóa	70	46	Vũng Tàu	10
5	Hà Giang	1	26	Nghệ An	49	47	Long An	6
6	Cao Bằng	16	27	Hà Tĩnh	17	48	Đồng Tháp	1
7	Lao Cai	10	28	Kon Tum	2	49	An Giang	9
8	Tuyên Quang	16	29	Bắc Kan	3	50	Tiền Giang	10
9	Thái Nguyên	25	30	Hưng Yên	0	51	Vĩnh Long	3
10	Lạng Sơn	8	31	Quảng Bình	8	52	Cần Thơ	17
11	Sơn La	7	32	Quảng Trị	13	53	Kiên Giang	1
12	Yên Bái	21	33	Thừa Thiên Huế	22	54	Trà Vinh	6
13	Phủ Thọ	26	34	Quảng Nam	11	55	Bến Tre	5
14	Hoà Bình	17	35	Quảng Ngãi	7	56	Bạc Liêu	3
15	Vĩnh Phúc	11	36	Bình Định	23	57	Cà Mau	2
16	Bắc Ninh	10	37	Khánh Hoà	34	58	Sóc Trăng	6
17	Bắc Giang	40	38	Ninh Thuận	10	59	Bình Phước	1
18	Hà Tây	39	39	Bình Thuận	11	60	Phú Yên	3
19	Hải Dương	28	40	Gia Lai	15	61	Lai Châu	0
20	Hà Nam	30	41	Đắc Lắc	25	<b>Tổng</b>		<b>1.226</b>
21	Ninh Bình	19	42	Lâm Đồng	17			

Nguồn: Báo cáo tổng kết hoạt động CPH DNNN, tháng 11-2004, của Cục Tài chính doanh nghiệp Bộ Tài chính.