

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH



TRẦN ĐÌNH CƯỜNG

**HOÀN THIỆN PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH  
NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG CỔ PHẦN HÓA Ở VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Kinh tế tài chính - Ngân hàng**

**Mã số: 62.31.12.01**

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**HÀ NỘI - 2010**

**CÔNG TRÌNH ĐƯỢC HOÀN THÀNH TẠI  
HỌC VIỆN TÀI CHÍNH**

**Người hướng dẫn khoa học:**

- 1. PGS,TS Ngô Trí Long**
- 2. TS Dương Thị Tuệ**

**Phản biện 1: PGS.TS Lưu Thị Hương**  
Trường Đại học Kinh tế quốc dân

**Phản biện 2: PGS.TS Đinh Văn Sơn**  
Trường Đại học Thương mại

**Phản biện 3: PGS.TS Đào Văn Hùng**  
Học viện Chính sách và Phát triển

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp nhà nước họp tại: Học viện Tài chính  
vào hồi ..... giờ ..... ngày ..... tháng ..... năm 200....

**Có thể tìm hiểu luận án tại:**

- Thư viện Quốc gia
- Thư viện Học viện Tài chính

## **CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ CÓ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN**

1. Trần Đình Cường (2004), "Một số phương pháp xác định tỷ lệ chiết khấu trong định giá doanh nghiệp", *Nghiên cứu Tài chính Kế toán*, (2), tr. 22,23,27.
2. Trần Đình Cường (2005), "ảnh hưởng của nhà đầu tư chiến lược đối với giá trị của doanh nghiệp trong cổ phần hóa", *Tài chính*, (5), tr. 26, 27, 29.
3. Trần Đình Cường (2007), "Minh bạch hóa thông tin cáo bạch trong đấu giá bán cổ phần các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa", *Nghiên cứu Tài chính Kế toán*, (7), tr.26 - 28.

## MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Việt Nam đã đạt được nhiều thành tựu đáng kể trong công cuộc phát triển kinh tế từ khi áp dụng chính sách đổi mới kinh tế theo định hướng thị trường năm 1989 ("*Đổi mới*"). Trong quá trình đổi mới này, Chính phủ đã đề ra những mục tiêu to lớn cho công cuộc cải cách các Doanh nghiệp Nhà nước ("*DNNN*") đặc biệt là hoạt động cổ phần hoá ("*CPH*") DNNN.

Bên cạnh những kết quả tích cực đã đạt được, thực tế công tác sắp xếp lại DNNN thời gian qua, đặc biệt là công tác cổ phần hoá cho thấy tiến độ thực hiện của các bộ, ngành và địa phương vẫn còn chậm.

Trong nhiều nguyên nhân làm chậm tiến bộ thực hiện các đề án, vướng mắc nhất vẫn là việc xác định giá trị DNNN trước khi tiến hành CPH. Trong nhiều năm qua, đã có nhiều đề tài nghiên cứu của các cơ quan Chính phủ, các nhà khoa học trong và ngoài nước về các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp ("*DN*") nói chung và các phương pháp xác định giá trị DN trong CPH các DNNN ở Việt Nam. Các phương pháp xác định giá trị DN trong CPH các DNNN đã từng bước được cải thiện và hoàn thiện hơn. Tuy nhiên, đây vẫn là vấn đề còn nhiều vướng mắc, ảnh hưởng nhiều tới tiến độ cổ phần hoá các DNNN.

Trước quyết tâm của Chính phủ về đẩy mạnh CPH DNNN, bao gồm cả các Tập đoàn kinh tế, các Tổng công ty và các DNNN quy mô lớn, đang hoạt động có hiệu quả, yêu cầu nghiên cứu hoàn thiện các phương pháp xác định giá trị DNNN hiện hành và phát triển thêm những phương pháp xác định giá trị DNNN mới, đa dạng và phù hợp với tiến trình đổi mới các DNNN, càng trở nên cần thiết và cấp bách. Xuất phát từ yêu cầu cấp thiết đó, luận án này chọn đề tài nghiên cứu: "*Hoàn thiện phương pháp xác định giá trị DNNN trong CPH ở Việt Nam*".

### 2. Mục đích nghiên cứu của đề tài

Làm rõ thêm cơ sở lý luận và hệ thống hóa các phương pháp xác định giá trị DN phổ biến trên thế giới. Phân tích và đánh thực trạng công tác xác định giá trị DN trong quá trình CPH DNNN ở Việt Nam. Kiến nghị một số giải pháp nhằm hoàn

thiện các phương pháp xác định giá trị DN hiện hành và đề xuất các phương pháp xác định giá trị DN bổ sung nhằm đẩy nhanh tiến trình xác định giá trị DNNN CPH ở Việt Nam. Đồng thời, luận án cũng kiến nghị một số giải pháp nhằm hoàn thiện các điều kiện cần thiết để thực hiện thành công các giải pháp này.

### **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu của đề tài**

Luận án nghiên cứu những vấn đề lý luận và thực tiễn về xác định giá trị DNNN trong CPH ở Việt Nam cũng như kinh nghiệm của một số quốc gia trên thế giới. Trọng tâm phân tích thực trạng xác định giá trị DNNN trong CPH ở Việt Nam là giai đoạn 1998 – 2008.

### **4. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài nghiên cứu**

Luận án đã tổng hợp và hệ thống hóa những vấn đề lý luận cơ bản về xác định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam cũng như trên toàn thế giới; Tổng kết những bài học kinh nghiệm trong xác định giá trị DNNN CPH ở một số nước trên thế giới.

Luận án đã tổng hợp số liệu, phân tích, đánh giá thực trạng công tác xác định giá trị DNNN CPH ở Việt Nam trong thời gian qua. Trên cơ sở đó, luận án đã đề xuất một hệ thống các giải pháp nhằm hoàn thiện các phương pháp xác định giá trị DNNN CPH ở Việt Nam và các điều kiện cần thiết để thực hiện thành công các giải pháp này. Đồng thời luận án cũng giúp cho các DN, các nhà đầu tư có những hiểu biết căn bản về phương pháp xác định giá trị DN để có thể đưa ra những quyết định kinh doanh và đầu tư hợp lý.

### **5. Kết cấu của luận án**

Ngoài các phần mở đầu, kết luận, mục lục, danh mục các chữ viết tắt, danh mục tài liệu tham khảo và các phụ lục, luận án được kết cấu thành 3 chương:

## **Chương 1**

### **TỔNG QUAN VỀ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

#### **1.1 XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

##### ***1.1.1 Khái niệm doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp***

Doanh nghiệp là thuật ngữ dùng để chỉ các tổ chức kinh tế được thành lập theo quy định của pháp luật nhằm thực hiện liên tục các công đoạn của quá trình đầu tư từ sản xuất đến tiêu thụ sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ trên thị trường nhằm mục đích sinh lợi.

Trong cơ chế thị trường, cũng như các hàng hóa khác, sự hoạt động của doanh nghiệp mang lại lợi ích cho nhà đầu tư. Doanh nghiệp là một loại tài sản, giống như cỗ máy sinh lời và có thể được mua bán, chia tách, hợp nhất v.v. Khi thực hiện các giao dịch này, giá cả và giá trị của loại hàng hóa doanh nghiệp cũng không nằm ngoài các quy luật giá trị, cung cầu và cạnh tranh.

##### ***1.1.2 Các yếu tố tác động tới giá trị doanh nghiệp***

Giá trị doanh nghiệp tùy thuộc vào nhiều yếu tố như môi trường kinh doanh, tài sản, công nghệ, vốn, vị trí địa lý, uy tín, thị trường, chất lượng nguồn nhân lực, Năng lực quản trị kinh doanh v.v. và đặc biệt là khả năng cạnh tranh và thích ứng với môi trường kinh doanh. Các yếu tố này là cơ sở để xây dựng và lựa chọn các tiêu chí cần thiết cho việc đánh giá giá trị doanh nghiệp, đồng thời là cơ sở để thảo luận, xác định phạm vi và phương pháp đánh giá giá trị doanh nghiệp một cách hệ thống và khoa học.

#### **1.2 SỰ CẦN THIẾT PHẢI XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

Việc xác định giá trị DN đang trở thành một yêu cầu cấp thiết và thường xuyên trong nền kinh tế thị trường không chỉ đối với Việt Nam mà ngay cả các nước trên thế giới có nền kinh tế thị trường. Trong điều hành kinh tế vĩ mô cũng như trong hoạt động quản trị doanh nghiệp, thông tin về giá trị doanh nghiệp luôn rất cần thiết. Các hoạt động sáp nhập, mua bán, liên doanh, giải thể doanh nghiệp được diễn ra thường xuyên, mà cơ sở của các hoạt động này dựa vào kết quả xác định giá trị doanh

nghiệp. Do đó giá trị doanh nghiệp là một trong mối quan tâm của các pháp nhân và thể nhân có lợi ích liên quan, gắn bó trực tiếp đến các doanh nghiệp được đánh giá.

Ngoài ra, xác định giá trị doanh nghiệp là một nội dung hết sức quan trọng và rất phức tạp có tác động lớn đến quá trình CPH. Đề tài này hiện đang gây nhiều tranh luận trên các diễn đàn kinh tế cả về lý luận và thực tiễn đối với các nhà nghiên cứu, các nhà quản lý cũng như các doanh nghiệp, người lao động trong hơn một thập kỷ qua để nhằm mục đích cuối cùng xây dựng được một cơ chế, chính sách và những phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp có cơ sở khoa học và phù hợp với điều kiện kinh tế thị trường ở Việt Nam góp phần đẩy nhanh quá trình CPH DNNN.

### **1.3 MỘT SỐ PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP PHỔ BIẾN TRÊN THẾ GIỚI**

Luận văn chỉ nghiên cứu và trình bày các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp phổ biến trên thế giới và có thể phù hợp với thực tiễn CPH DNNN ở Việt Nam. Đó là ba (03) nhóm phương pháp chính được tổng hợp như sau:

- Phương pháp thu nhập;
- Phương pháp tài sản;
- Phương pháp giá thị trường.

#### ***1.3.1 Phương pháp thu nhập***

Phương pháp được sử dụng rộng rãi nhất cho các doanh nghiệp đang hoạt động là “Phương pháp thu nhập”. Một số phương pháp thu nhập được sử dụng phổ biến trên thế giới là:

- Phương pháp chiết khấu thu nhập tương lai (Discounted Future Income Method): Giá trị của một doanh nghiệp thường được đo bằng độ lớn của các khoản lợi nhuận thuần mà doanh nghiệp có thể mang lại cho chủ sở hữu trong suốt thời gian tồn tại của doanh nghiệp. Song, trên quan điểm về thời giá của tiền tệ, về chi phí cơ hội, tức là: giá trị của một đồng tiền ở các thời điểm khác nhau sẽ không giống nhau, cho nên, người ta thực hiện quy đổi các khoản thu nhập về cùng một thời điểm, đó là thời điểm hiện tại.

- Phương pháp vốn hoá thu nhập (Capitalization of Income Method): Cũng giống như phương pháp chiết khấu thu nhập tương lai, phương pháp vốn hóa thu

nhập tương lai xác định giá trị doanh nghiệp thông qua độ lớn của các khoản lợi nhuận thuần mà doanh nghiệp có thể mang lại cho chủ sở hữu trong suốt thời gian tồn tại của doanh nghiệp có tính đến thời giá của tiền tệ, chi phí cơ hội và các rủi ro liên quan. Tuy nhiên, phương pháp này chỉ dùng một tỉ lệ vốn hóa để lượng tính giá trị của doanh nghiệp dựa trên thu nhập ước tính.

- Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF): Giá trị hiện tại của dòng tiền thuần mà việc đầu tư vào doanh nghiệp cả ở thời điểm hiện tại và tương lai đem lại cho nhà đầu tư, được coi là tiêu chuẩn thích hợp để xác định giá trị doanh nghiệp. DCF là phương pháp mà giá trị doanh nghiệp được xác định bằng cách hiện tại hoá các luồng tiền thuần doanh nghiệp dự kiến thu được trong tương lai theo một tỷ lệ chiết khấu tương ứng với mức độ rủi ro của doanh nghiệp.

- Phương pháp vốn hoá dòng tiền (Capitalization of Cash Flow Method): Cũng giống như phương pháp chiết khấu dòng tiền, phương pháp vốn hóa dòng tiền xác định giá trị doanh nghiệp thông qua việc xác định các dòng tiền mà doanh nghiệp có thể mang lại cho chủ sở hữu trong suốt thời gian tồn tại của doanh nghiệp có tính đến thời giá của tiền tệ, chi phí cơ hội và các rủi ro liên quan. Tuy nhiên, phương pháp vốn hóa dòng tiền chỉ dùng một tỉ lệ vốn hóa để lượng tính giá trị của doanh nghiệp dựa trên các dòng tiền ước tính.

### ***1.3.2 Phương pháp tài sản***

Phương pháp này cho rằng giá trị của một doanh nghiệp bằng tổng các giá trị của từng loại tài sản riêng biệt trừ đi các khoản nợ của doanh nghiệp đó.

Căn cứ định giá doanh nghiệp là: các chứng từ; sổ sách kế toán; báo cáo tài chính của doanh nghiệp những năm gần nhất; báo cáo kiểm kê tài sản, vật tư hàng hoá, tiền vốn; biên bản đối chiếu công nợ...

### ***1.3.3 Phương pháp giá trị thị trường***

Phương pháp giá thị trường còn được gọi là Phương pháp Định giá So sánh. Phương pháp này đánh giá giá trị của doanh nghiệp so với các doanh nghiệp khác hoạt động trong cùng lĩnh vực hoặc ngành nghề kinh doanh. Tất nhiên không thể so sánh một cách tuyệt đối giá trị của các doanh nghiệp này với nhau, đặc biệt là giá trị của các doanh nghiệp niêm yết với các doanh nghiệp không niêm yết. Tuy nhiên



phương pháp định giá theo giá thị trường lại là phương thức quan trọng để chứng thực giá trị được định giá.

Một trong những phương pháp định giá DN theo giá thị trường là phương pháp hệ số giá thị trường trên thu nhập (P/E). Phương pháp này dựa trên tính toán hệ số giá thị trường của cổ phiếu trên thu nhập của mỗi cổ phiếu và hệ số giá trị trường trên thu nhập cho biết để có được một đồng thu nhập từ cổ phiếu, người đầu tư đang sẵn sàng bỏ ra bao nhiêu tiền. Đây là phương pháp có thể so sánh rất nhanh và thường được ứng dụng đối với các công ty niêm yết.

#### **1.4. MỘT SỐ KINH NGHIỆM QUỐC TẾ LIÊN QUAN ĐẾN CÔNG TÁC XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

L luận án đã tiến hành nghiên cứu công tác xác định giá trị DNNN tại một số quốc gia trên thế giới có hoàn cảnh tương đồng với Việt Nam như: Trung Quốc, Nga, Đài loan và Pháp để từ đó rút ra những bài học kinh nghiệm về xác định giá trị DNNN cho Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

##### **1.4.1. Kinh nghiệm tại một số quốc gia trên thế giới**

###### **1.4.1.1. Công tác định giá doanh nghiệp tại Trung Quốc**

Kinh nghiệm CPH của Trung Quốc là phù hợp nhất để Việt Nam tham khảo vì sự tương đồng giữa chế độ chính trị, trình độ phát triển kinh tế, cơ cấu nền kinh tế và gần gũi về mặt địa lý.

Việc định giá DNNN CPH ở Trung Quốc được thực hiện bởi các tổ chức đánh giá có tính chất chuyên nghiệp, gọi chung là “cơ quan đánh giá tài sản”. “Cơ quan đánh giá tài sản” thực hiện thu phí đối với các dịch vụ đánh giá giá trị doanh nghiệp. Mức thu phí cụ thể sẽ do Quốc Vụ Viện ủy nhiệm cho các cơ quan tài chính, vật giá và chủ quản của doanh nghiệp xác định.

Việc định giá DNNN CPH ở Trung Quốc được quy định phải đảm bảo “...tính trung thực, tính khoa học, tính khả thi” và theo các tiêu chuẩn, trình tự và phương pháp được phép sử dụng:

- Phương pháp theo giá trị thu lợi.
- Phương pháp theo giá thị trường hiện tại.
- Phương pháp theo giá trị thanh lý.

- Phương pháp đánh giá khác của cơ quan hành chính chủ quản về quản lý tài sản nhà nước thuộc Quốc Vụ Viện quy định.

Phần lớn các DNNN Trung Quốc khi CPH đều sử dụng phương pháp tài sản để xác định giá trị DN. Khi cổ phần hóa các DNNN lớn, Trung Quốc áp dụng hàng loạt các chính sách ưu đãi như giảm thuế thu nhập, tăng quyền tự chủ cho các doanh nghiệp trong quản lý đầu tư, lao động sản xuất, tiêu thụ và hỗ trợ đặc biệt từ Nhà nước dưới hình thức tín dụng và tái cấp vốn trực tiếp. Ngoài ra, Chính phủ Trung Quốc còn cho phép áp dụng nhiều biện pháp ưu đãi khác nhằm làm gia tăng giá trị DNNN và giá cổ phiếu khi CPH như cho phép đánh giá lại toàn bộ giá trị tài sản trước khi CPH và không đánh thuế lợi nhuận đối với phần giá trị tăng thêm này. Điều này giúp phản ánh hợp lý hơn giá trị của DNNN CPH mặc dù vẫn sử dụng phương pháp định giá tài sản là chủ yếu.

Chính phủ Trung Quốc cũng cho phép thuê tuyển các công ty tư vấn hàng đầu thế giới để tiến hành tư vấn CPH, chào bán và bảo lãnh phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng (IPO). Việc tham gia của các công ty tư vấn hàng đầu thế giới góp phần đảm bảo thành công của các đợt bán IPO lớn nhất thế giới của Trung Quốc.

Trước khi IPO, Chính phủ Trung Quốc cũng cho phép bán cổ phiếu cho các đối tác chiến lược để các đối tác này cùng với ban lãnh đạo DNNN tiến hành tái cấu trúc DN và hoạt động kinh doanh, cải tiến công nghệ, năng lực quản trị, điều hành, marketing của DN, đào tạo và nâng cao năng lực chuyên môn và kỹ năng của nguồn nhân lực.

Chính phủ Trung Quốc cũng đã quyết định và triệt để thực hiện chủ trương CPH các DNNN lớn gắn với niêm yết trên thị trường chứng khoán, đặc biệt là các thị trường chứng khoán quốc tế. Hàng loạt các DN lớn tiêu biểu của Trung Quốc đã được IPO tại thị trường chứng khoán trong nước và quốc tế.

Sau hơn 30 năm thực hiện cải cách đổi mới DNNN, Trung Quốc đã đạt được những thành tựu to lớn thể hiện ở việc cải cách mạnh mẽ hệ thống DNNN, phát triển thị trường chứng khoán và tổ chức thành công những cuộc IPO DNNN lớn nhất thế giới. Thành công này có được một phần nhờ vào việc áp dụng sáng tạo phương pháp tài sản trong xác định giá trị DNNN CPH cùng với việc Nhà nước thu hồi và cấp lại

các tài sản là đất, liên quan đến đất và bất động sản theo giá thị trường. Tuy nhiên, cũng còn tồn tại nhiều khó khăn và bài học từ công tác CPH DNNN nói chung và xác định giá trị DNNN nói riêng. Đã có nhiều ý kiến quan ngại về việc xác định giá bán cổ phần cho các đối tác chiến lược nước ngoài. Những ý kiến này cho rằng giá bán cổ phần cho các đối tác nước ngoài quá thấp gây thất thoát tài sản quốc gia. Điều này không khỏi khiến Chính phủ và các cơ quan hữu trách Trung quốc suy nghĩ và tiếp tục xem xét đánh giá lại các chính sách CPH DNNN đặc biệt là các quy định về xác định giá trị DNNN CPH.

#### **1.4.1.2. Công tác xác định giá trị doanh nghiệp tại Cộng hòa Liên bang Nga**

Quá trình tư nhân hoá DNNN ở Nga được thực hiện nhanh và ồ ạt. Điều này phản ánh mục tiêu chính trị là nhanh chóng tạo ra tầng lớp hữu sản làm nền tảng kinh tế cho xã hội mới mà họ hướng tới. Trong quá trình này “tốc độ” chuyển đổi là ưu tiên hàng đầu và xác định giá trị doanh nghiệp cũng được thực hiện theo phương châm đó. Trong bối cảnh đó, không thể thực hiện xác định giá trị DNNN để phục vụ việc tư nhân hoá theo một kế hoạch, quy trình thống nhất được chuẩn bị công phu và kỹ lưỡng được. Do đó giá trị doanh nghiệp cũng không được xác định chính xác cho mục đích chào bán và để tư nhân hóa DNNN thành công, chỉ có cách bán DNNN với giá thấp hơn nhiều giá trị thực của DN.

Tư nhân hóa các DNNN ở Nga chủ yếu là thông qua định giá khép kín, bán và phân phối cho ban lãnh đạo và cán bộ, nhân viên của DN (khoảng 51% số cổ phần DNNN được tư nhân hóa) với mức giá rất thấp (trung bình mức giá chỉ bằng khoảng 1,7% giá trị sổ sách). Tuy nhiên đến nay số cổ phiếu mà cán bộ và nhân viên còn giữ lại không nhiều. Hầu hết số cổ phiếu và quyền làm chủ các cơ sở được cổ phần hóa đã rơi vào tay một số cá nhân và các đối tượng có chân trong bộ máy cầm quyền.

Chủ trương định giá DNNN khép kín và bán cổ phần cho các thành viên trong doanh nghiệp tại Nga có thể góp phần đẩy nhanh tiến độ tư nhân hóa DNNN. Song, để thực hiện tốt những chủ trương ấy cần phải có những biện pháp quản lý kèm theo đặc biệt là đối với công tác xác định giá trị DNNN. Việc xác định giá trị doanh nghiệp qua loa chủ yếu dựa vào giá trị tài sản DNNN ở Nga đã cho thấy những kinh nghiệm đau xót về thất thoát tài sản quốc gia.

### **1.4.1.3. Công tác định giá doanh nghiệp tại Đài Loan**

Đã có một thời các DNNN của Đài Loan đóng vai trò quan trọng trong việc thực hiện các chiến lược kinh tế của Chính phủ. Trong những năm 1980, lần đầu tiên các DNNN có nguy cơ phá sản và Chính phủ Đài Loan đã quyết định tư nhân hóa các DNNN để hòa cùng tiến trình tự do hóa thị trường. Quá trình này được thực hiện theo một bộ quy định thống nhất về chuyển đổi DNNN thành các công ty sở hữu tư nhân.

Chính phủ Đài Loan ủy quyền cho Ủy ban Xúc tiến Tư nhân hóa và các Bộ kinh tế phê duyệt việc định giá các DNNN được thực hiện bởi các công ty tư vấn độc lập. Trên cơ sở đó các cơ quan này tiến hành đàm phán riêng rẽ với các đối tác quan tâm để tiến hành tư nhân hóa các DNNN. Các phương pháp xác định giá trị DNNN thường được các công ty tư vấn độc lập áp dụng là:

- Phương pháp so sánh;
- Phương pháp tài sản;
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền;
- Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thuần v.v.

Chính phủ Đài Loan cũng nhận thức được rằng chỉ thay đổi hình thức sở hữu của DNNN là không đủ để đảm bảo kết quả thành công của quá trình tư nhân hóa DNNN. Do vậy, họ luôn gắn kết chương trình tư nhân hóa với việc tự do hóa thị trường, đặc biệt là trong các lĩnh vực liên quan đến dịch vụ công cộng. Điều này đã đem lại nhiều thành công cho quá trình tư nhân hóa của Đài Loan, vừa chuyển đổi thành công sở hữu doanh nghiệp, vừa thay đổi cơ cấu thị trường lại vừa nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

### **1.4.1.4. Công tác xác định giá trị doanh nghiệp tại Pháp**

Chương trình tư nhân hóa tại Pháp được đặt dưới sự chỉ đạo của một ủy ban, được gọi là “ủy ban tư nhân hóa”. Để tư nhân hóa, các DNNN được xác định giá trị theo các phương pháp khác nhau tùy thuộc vào quy mô của chúng. Các DNNN thuộc diện tư nhân hóa được phân chia thành 4 loại theo tiêu thức về quy mô (vốn và lao động) như sau:

- Loại 1: DNNN có trên 2000 lao động và doanh số trên 2 tỷ Frãng. Thẩm quyền xác định giá trị các doanh nghiệp loại 1 thuộc về “Ủy ban tư nhân hóa”
- Loại 2: DNNN có quy mô nhỏ hơn loại 1 nhưng có số lao động trên 1000 và doanh số trên 1 tỷ Frãng.
- Loại 3: Nhỏ hơn loại 2, có trên 50 lao động và doanh số trên 50 triệu Frãng.
- Loại 4: Doanh nghiệp có không quá 50 lao động và doanh số từ 50 triệu Frãng trở xuống.

Loại 2,3 và 4 được giao cho các chuyên gia độc lập. Mục tiêu của việc xác định giá trị doanh nghiệp là để tìm ra giá sàn mức giá tối thiểu làm căn cứ để Bộ trưởng kinh tế lựa chọn phương thức bán qua thị trường chứng khoán, đấu thầu hay thỏa thuận bán cho người lao động.

Theo Luật năm 1986, Bộ trưởng kinh tế không được phép chuyển nhượng doanh nghiệp theo giá thấp hơn mức giá sàn mà ủy ban hay các chuyên gia độc lập đã đưa ra. Đồng thời Luật cũng quy định Bộ trưởng kinh tế phải tham khảo ý kiến ủy ban trước khi quyết định mức giá cụ thể.

Luật cũng quy định các phương pháp mà Chính phủ có thể sử dụng để thẩm định lại nếu thấy cần thiết. Các phương pháp đó là:

- Phương pháp định giá chứng khoán.
- Phương pháp giá trị tài sản thuần.
- Phương pháp hiện tại hóa lợi nhuận thuần.
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Trên thực tế, phương pháp giá trị tài sản thuần luôn là phương pháp được sử dụng nhiều nhất trong xác định giá trị DNNN để tư nhân hóa ở Pháp. Ngoài ra cũng có sự kết hợp các phương pháp xác định giá trị DN với nhau. trong đó, phương pháp giá trị tài sản thuần luôn được lựa chọn với trọng số cao nhất.

#### **1.4.2 Những bài học kinh nghiệm rút ra cho Việt Nam**

Qua nghiên cứu công tác định giá chuyển đổi doanh nghiệp tại một số nước trên thế giới cho thấy hầu hết các công tác định giá doanh nghiệp để CPH hoặc tư nhân hóa đều hướng đến một số mục tiêu cơ bản sau:

- Nâng cao hiệu quả SXKD cho doanh nghiệp, tăng tính tự chủ trong hoạt động đầu tư, sử dụng lao động, tìm nguồn cung ứng và thị trường tiêu thụ giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh trong nền kinh tế thị trường.

- Giảm gánh nặng đối với ngân sách nhà nước về trợ cấp vốn, kiểm soát các DNNN đang hoạt động. Giúp nhà nước tập trung lực cho các ngành kinh tế trọng điểm và lĩnh vực hoạt động công ích vì mục tiêu chung của xã hội.

- Đánh thức nguồn vốn nhàn rỗi trong công chúng để đưa vào đầu tư, phát huy nội lực và giảm nợ tín dụng nước ngoài.

Bài học rút ra là:

- Nên thận trọng cân nhắc việc áp dụng các phương pháp xác định giá trị DNNN CPH. Nên thực hiện thí điểm từng bước các phương pháp để nghiên cứu, đánh giá, tổng kết trước khi ban hành chính thức và triển khai thực hiện rộng rãi.

- Mặc dù phương pháp tài sản là phương pháp được lựa chọn và sử dụng nhiều nhất trong xác định giá trị DNNN CPH hoặc tư nhân hóa trên thế giới, các quốc gia vẫn cho phép áp dụng nhiều phương pháp và quy định nguyên tắc cho việc lựa chọn các phương pháp định giá để các chuyên gia có thể xử lý cho thích hợp với điều kiện cụ thể của mỗi loại hình doanh nghiệp.

- Đẩy mạnh CPH, gắn CPH với thị trường chứng khoán và đổi mới các cơ chế, quy định vận hành, quản lý thị trường.

- Nên đồng thời ban hành các chính sách hỗ trợ nhằm đẩy nhanh tiến trình chuyển đổi doanh nghiệp: như chính sách ưu đãi thuế, ưu đãi mua cổ phần đối với người lao động, hỗ trợ giải quyết các tồn tại của doanh nghiệp trước và sau cổ phần hóa.

- Cần quy định mở rộng các hình thức bán cổ phiếu, chuyển đổi DNNN và khuyến khích xác định giá trị DNNN CPH thông qua các tổ chức định giá chuyên nghiệp.

- Nên cân nhắc tham gia các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài để nâng cao năng lực quản trị, kinh doanh và cạnh tranh của DNNN CPH, đồng thời nâng cao giá trị của chính bản thân DN.

## **Chương 2**

# **THỰC TRẠNG XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG CỔ PHẦN HOÁ Ở VIỆT NAM**

### **2.1 KHÁI QUÁT VỀ QUÁ TRÌNH HOÀN THIỆN CÁC QUY ĐỊNH VỀ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG CỔ PHẦN HOÁ Ở VIỆT NAM**

Trong quá trình sắp xếp, đổi mới và cổ phần hoá DNNN, từng thời kỳ, Chính phủ và Bộ Tài Chính đã ban hành các nghị định và thông tư hướng dẫn quy định cụ thể các phương pháp xác định giá trị DNNN CPH. Các quy định về xác định giá trị DNNN CPH ngày càng được phát triển và hoàn thiện đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của Chính phủ, thị trường và công chúng đầu tư.

### **2.2 CÁC QUY ĐỊNH HIỆN HÀNH VỀ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG CỔ PHẦN HOÁ Ở VIỆT NAM**

Gần đây nhất, ngày 26/6/2007, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 109/2007/NĐ-CP về việc chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần, thay thế cho Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004. Ngày 06/12/2007, Bộ Tài chính ban hành Thông tư 146/2007/TT-BTC hướng dẫn thực hiện một số vấn đề về tài chính khi thực hiện chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần theo quy định tại nghị định số 109/2007/NĐ-CP. Về cơ bản Nghị định 109 và thông tư 146 đã kế thừa những ưu điểm tích cực của Nghị định và Thông tư đã ban hành trước đây đồng thời đã sửa đổi, bổ sung những điểm chưa phù hợp với các bộ luật mới được ban hành như: Luật Doanh nghiệp, luật Đầu tư, luật Đất đai... và cụ thể hóa những quan điểm cơ bản của Nghị quyết Trung Ương Đảng về đổi mới DNNN.

Nghị định 109 và Thông tư 146 đã quy định cụ thể hai phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu. Ngoài ra, các quy định này còn mở rộng, cho phép doanh nghiệp áp dụng các phương pháp định giá doanh nghiệp khác đảm bảo tính khoa học, phản ánh thực chất giá trị doanh nghiệp và được quốc tế áp dụng rộng rãi.

Nghị định 109 và Thông tư 146 đã có nhiều đổi mới về cả nội dung và phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp trong cổ phần hoá. Tuy nhiên trên thực tế, xác

định giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá vẫn còn một số nội dung cần thiết được nghiên cứu, hoàn thiện hơn.

### **2.3 CÁC QUY ĐỊNH KHÁC LIÊN QUAN TỚI XÁC ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG CỔ PHẦN HOÁ Ở VIỆT NAM**

Để tạo điều kiện thuận lợi cho công tác định giá DN trong CPH, Nghị định 109 và Thông tư 146 còn quy định cụ thể công tác xử lý tài chính khi CPH và bán cổ phần lần đầu. Những quy định này đã góp phần tăng cường trách nhiệm của DN cổ phần hoá trong việc xử lý dứt điểm các tồn tại về tài chính, nợ và tài sản tồn đọng khi chuyển công ty nhà nước sang công ty cổ phần.

Nhằm khắc phục những bất cập trong công tác định giá và bán cổ phần (đặc biệt là cổ phần hoá khép kín), giảm thiểu tổn thất cho ngân sách nhà nước, cơ chế bán cổ phần tại Nghị định 109 và Thông tư 146 đã được điều chỉnh theo hướng: nâng cao tính công khai minh bạch, gắn với thị trường, tạo điều kiện để các nhà đầu tư tiếp cận nguồn cổ phiếu, DN huy động được vốn, đổi mới phương thức quản lý, đồng thời góp phần thúc đẩy thị trường vốn và thị trường chứng khoán phát triển.

### **2.4 KHẢO SÁT THỰC TẾ CÔNG TÁC XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DNNN TRONG CỔ PHẦN HOÁ**

Luận án đi sâu tìm hiểu, nghiên cứu, phân tích ảnh hưởng của các quy định hiện hành trong công tác CPH thực tế ở một số DNNN trong thời gian qua ở các địa phương như Hà Nội, Hải Phòng, Thành phố Hồ Chí Minh và một số tổng công ty lớn của nhà nước.

#### **2.4.1 Khảo sát thực tế công tác xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước trong cổ phần hóa ở một số địa phương và doanh nghiệp**

Phần lớn các DNNN được xác định giá trị để CPH ở Hà nội, Hải phòng và thành phố Hồ Chí Minh đều theo phương pháp tài sản. Rất ít DNNN được áp dụng phương pháp định giá dòng tiền chiết khấu hoặc các phương pháp định giá khác. Giá trị doanh nghiệp được xác định trên cơ sở kết quả kiểm kê, phân loại đánh giá giá trị thực tế toàn bộ tài sản hiện có tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

Nhìn chung, công tác xác định giá trị DNNN CPH ở các địa phương khảo sát đều được thực hiện theo đúng các quy định, hướng dẫn hiện hành của Chính phủ và



Bộ Tài chính về chuyển DNNN thành công ty cổ phần, và bước đầu đã đem lại nhiều kết quả tích cực đối với việc làm lành mạnh hóa tài chính doanh nghiệp, đổi mới, sắp xếp lại DNNN và phát triển kinh tế của thành phố. Ngoài ra, công tác xác định giá trị DNNN CPH ở các địa phương này cũng ngày càng được tiến hành chuyên nghiệp và minh bạch hơn, đem lại niềm tin đối với Nhà nước cũng như người lao động và các nhà đầu tư.

Bên cạnh những thành công và kết quả tích cực đã đạt được, thực tế xác định giá trị DNNN CPH ở các địa phương khảo sát vẫn còn một số vướng mắc cần được tiếp tục nghiên cứu giải quyết. Vướng mắc nổi cộm hơn cả trong xác định giá trị DNNN CPH là xác định giá trị lợi thế địa lý liên quan đến quyền sử dụng đất của DNNN. Điều này là do giá thị trường của giá trị quyền sử dụng đất ở các địa phương này cao hơn nhiều so với các thành phố và địa phương khác trên cả nước, thậm chí còn cao hơn cả giá đất của các thành phố lớn của các quốc gia trong khu vực cũng như trên toàn thế giới. Ngoài ra, còn một số vướng mắc cần được tiếp tục nghiên cứu giải quyết như:

- xác định tỷ lệ phần trăm chất lượng còn lại của cả nhà cửa vật kiến trúc, hay máy móc thiết bị và phương tiện
- xác định giá trị lợi thế DN dựa trên kết quả sản xuất kinh doanh của DNNN,
- xác định giá trị vốn góp liên doanh của các DNNN
- khó khăn khi áp dụng phương pháp dòng tiền chiết khấu xác định giá trị DNNN; cần nghiên cứu lại các quy định về đối tượng áp dụng cũng như nội dung của phương pháp định giá dòng tiền chiết khấu để mở rộng và phổ biến việc áp dụng phương pháp này nhằm đạt được kết quả định giá xác thực hơn.

#### **2.4.2 Khảo sát thực tế công tác xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước trong cổ phần hoá tại các Tổng công ty lớn (TCT) của Nhà nước**

Tuy đang ở các giai đoạn khác nhau trong tiến trình CPH, một trong những vấn đề nổi cộm cần được xác định rõ đối với tất cả các TCT CPH lần này là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp. Phần lớn các TCT vẫn lựa chọn phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp phổ thông là và để sử dụng là phương pháp tài sản. Mặc dù theo quy định thì các ngân hàng, công ty bảo hiểm và các định chế tài chính phải sử dụng

thêm phương pháp định giá doanh nghiệp dòng tiền chiết khấu hoặc các phương pháp định giá khác, nhưng trên thực tế các tổ chức này vẫn chủ yếu dựa vào phương pháp tài sản trong xác định giá trị DNNN CPH. Một số vướng mắc liên quan đến việc xác định giá trị DNNN CPH của các TCT được tổng hợp như sau:

- Xác định giá trị quyền sử dụng đất;
- Lợi thế kinh doanh và thương hiệu;
- Xác định giá trị vốn đầu tư của TCT tại các công ty con;
- Xác định giá trị vốn đầu tư của TCT tại các dự án mà TCT đang thực hiện;
- Xác định giá trị các công nợ tiềm tàng và cam kết của TCT liên quan tới việc thực hiện các dự án.

### **Chương 3**

## **HOÀN THIỆN CÁC PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG CỔ PHẦN HOÁ Ở VIỆT NAM**

### **3.1 MỤC TIÊU, ĐỊNH HƯỚNG ĐỐI VỚI CÔNG TÁC XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG CỔ PHẦN HOÁ Ở VIỆT NAM**

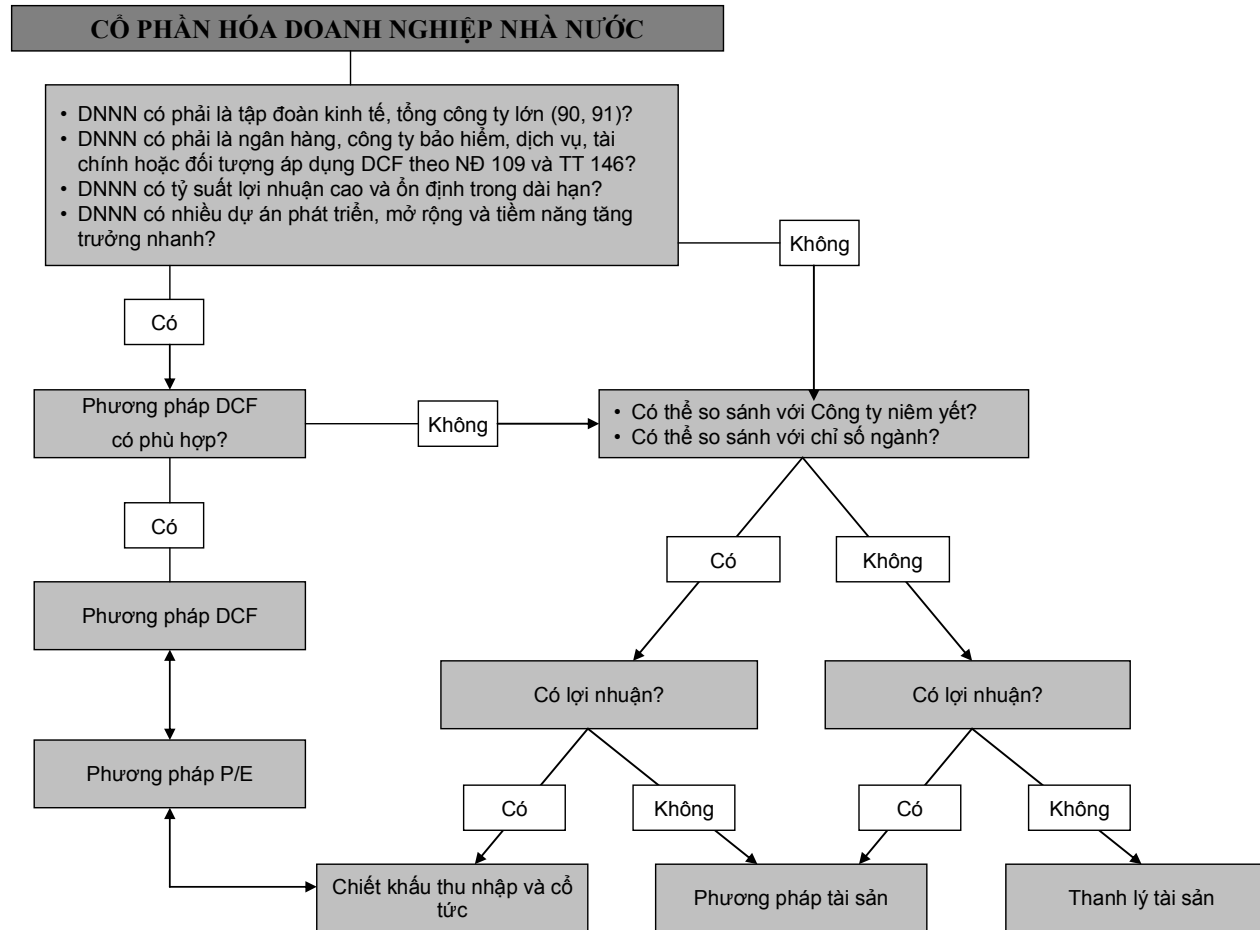
Công tác xác định giá trị doanh nghiệp cần phải được thực hiện công khai, minh bạch theo nguyên tắc thị trường, gắn với thị trường vốn, thị trường chứng khoán và đảm bảo hài hoà lợi ích của Nhà nước, doanh nghiệp, nhà đầu tư và người lao động trong doanh nghiệp.

### **3.2 ĐỀ XUẤT MÔ HÌNH LỰA CHỌN PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ KHUYẾN NGHỊ HOÀN THIỆN CÁC PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP HIỆN HÀNH**

#### **3.2.1 Đề xuất mô hình lựa chọn phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước trong cổ phần hoá**

Luận án đề xuất mô hình lựa chọn các phương pháp xác định giá trị DNNN CPH như trong sơ đồ sau:

## Sơ đồ Lựa chọn phương pháp xác định giá trị DNNN CPH



### **3.2.2 Khuyến nghị hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp hiện hành và bổ sung thêm các phương pháp mới**

#### ***3.2.2.1 Hoàn thiện các phương pháp định giá hiện hành***

##### *3.2.2.1.1 Hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo tài sản*

###### ***\* Hoàn thiện phương pháp định giá tài sản hữu hình***

- Xây dựng hệ thống khung giá chuẩn hoặc một trang Web chính thức được cập nhật thường xuyên về giá cả của các loại máy móc thiết bị làm cơ sở tham chiếu cho việc xác định nguyên giá của các loại tài sản.
- Áp dụng phương pháp so sánh giá trị thị trường của tài sản tương đương đối với những tài sản là máy móc, thiết bị, dây chuyền sản xuất cũ, nếu trên thị trường tài sản cũ trong nước có sẵn thông tin có thể so sánh, đối chiếu.

###### ***\* Hoàn thiện phương pháp định giá tài sản vô hình và lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp***

Luận án đề xuất định nghĩa và quy định lại các loại tài sản vô hình và không tính lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp trong quá trình xác định giá trị DNNN CPH. Các loại tài sản thuộc lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp theo quy định trong Thông tư 146 như vị trí địa lý và giá trị thương hiệu nên được chuyển sang tài sản vô hình. Cụ thể, tài sản vô hình có thể sẽ gồm các loại sau: quyền sử dụng đất, lợi thế vị trí địa lý, quyền sử dụng và khai thác tài nguyên thiên nhiên; các loại giấy phép kinh doanh đặc biệt và có điều kiện, bằng phát minh sáng chế, bản quyền, thương hiệu, thương quyền, hạn ngạch xuất nhập khẩu, danh mục khách hàng, phần mềm công nghệ thông tin v.v. Luận án cũng đề xuất cách thức xác định giá trị các loại tài sản đặc biệt này.

##### *3.2.2.1.2 Hoàn thiện phương pháp định giá theo chiết khấu dòng tiền*

Để áp dụng phương pháp này thì các doanh nghiệp cần phải xác định các thông tin chủ yếu như: dòng tiền được tạo ra trong 3 - 5 năm liền kề và dự kiến 5-10 năm trong tương lai, trên cơ sở kế hoạch sản xuất kinh doanh, tỷ lệ tăng trưởng của DN, hệ số rủi ro của DN. Ngoài ra còn phải xác định các thông tin khác như: tỷ lệ tăng trưởng của ngành, vùng kinh tế, thị phần... Đây là những thông tin không thể thiếu

khi sử dụng phương pháp luồng tiền chiết khấu. Như vậy phương pháp này đòi hỏi rất nhiều dự báo dựa trên kinh nghiệm và trình độ cán bộ định giá. Cần phải:

**\* Ước tính chính xác dòng tiền trong tương lai của doanh nghiệp**

Để có thể ước tính được chính xác dòng tiền trong tương lai, cần có qui định hướng dẫn doanh nghiệp xây dựng được kế hoạch kinh doanh từ 5-10 năm sau CPH đảm bảo được tính sát thực, khả thi, đánh giá chính xác được hoạt động trong tương lai của doanh nghiệp. Luận án đề nghị việc Xây dựng kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp cần được thực hiện theo các bước cụ thể như sau:

*Phần 1: Đánh giá hiện trạng của doanh nghiệp*

*Phần 2: Giới thiệu sản phẩm, dịch vụ hiện nay của doanh nghiệp*

*Phần 3: Phân tích thị trường mục tiêu của doanh nghiệp*

*Phần 4: Chiến lược và kế hoạch bán hàng*

*Phần 5: Năng lực cung cấp sản phẩm - dịch vụ*

*Phần 6: Cơ cấu tổ chức, kế hoạch nhân sự và cơ cấu quản lý*

*Phần 7: Kế hoạch đầu tư*

*Phần 8: Kế hoạch tài chính*

*Phần 9: Kết luận*

**\* Ước tính chính xác lãi suất chiết khấu**

Theo quy định tại thông tư 146 thì tỷ lệ chiết khấu được xác định theo công thức:

$$K = R_f + R_p$$

Trong đó:

$R_f$ : Tỷ suất lợi nhuận thu được từ các khoản đầu tư không rủi ro được tính bằng lãi suất của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm ở thời điểm gần nhất trước thời điểm xác định giá trị DN.

$R_p$ : Tỷ lệ phụ phí rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu của các doanh nghiệp ở Việt Nam.

Do  $R_f$  có thể xác định được một các tương đối dễ dàng, để ước tính lãi suất chiết khấu, cần xác định  $R_p$ . Chỉ số này có thể xác định thông qua:

- So sánh với lãi suất chiết khấu của doanh nghiệp tương tự có cổ phiếu đang được giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

- So sánh với hệ số  $\beta$  của các doanh nghiệp tương tự có cổ phiếu đang được giao dịch trên thị trường chứng khoán tại các quốc gia có điều kiện tương đồng như trung quốc, Thái Lan, Malaysia v.v..

**\* Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm**

Luận án đề xuất sớm thành lập các công ty định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Đồng thời, cần có những quyết định mang tính tạo lập thị trường như yêu cầu DNNN quy mô lớn buộc phải được đánh giá xếp hạng, ưu đãi cho những doanh nghiệp Việt Nam có mức xếp hạng cao v.v...

**\* Xây dựng hệ thống thống kê hoàn chỉnh về các ngành cụ thể**

Việt Nam cần từng bước xây dựng các thông tin thống kê về báo cáo tài chính, báo cáo chi phí - thu nhập, các chỉ số tài chính đánh giá hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thuộc ngành cụ thể nhằm tạo điều kiện khả thi cho việc áp dụng phương pháp định giá doanh nghiệp theo dòng tiền chiết khấu nói riêng, các phương pháp giá so sánh, phương pháp hệ số nói chung - là những phương pháp được sử dụng rất phổ biến trong các thị trường tài chính phát triển.

**3.2.2.2 Bổ sung các phương pháp xác định giá trị DNNN CPH**

Luận án đề nghị Nhà nước ban hành các hướng dẫn về việc lựa chọn phương pháp định giá doanh nghiệp để áp dụng cho từng loại hình doanh nghiệp. Trong đó, cần có qui định về sử dụng phương pháp nào là chính, qui định về sử dụng các phương pháp khác để bổ sung và kiểm tra kết quả, độ tin cậy. Đồng thời cũng cần kết hợp với biện pháp đấu giá công khai qua các công ty chứng khoán và sở giao dịch. Các phương pháp xác định giá trị cần được bổ sung thêm và hướng dẫn sử dụng cụ thể là:

- Phương pháp chiết khấu thu nhập tương lai
- Phương pháp hệ số giá thị trường trên thu nhập (P/E)
- Phương pháp thanh lý

### **3.3 ĐỀ XUẤT NHÓM GIẢI PHÁP NHẪM HOÀN THIỆN CÁC ĐIỀU KIỆN CHUNG PHỤC VỤ CÔNG TÁC XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DNNN CPH**

#### **3.3.1 Tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước theo mô hình phù hợp với chiến lược kinh doanh trong tương lai**

Nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động tương lai của doanh nghiệp cũng như công tác CPH và xác định giá trị doanh nghiệp, DNNN cần tiến hành đánh giá và tái cơ cấu lại bộ máy tổ chức, hoạt động của mình. Hoạt động này có thể giúp: tập trung hóa các hoạt động kinh doanh của DNNN để tránh trùng lặp và nâng cao mức độ tập trung trong khi vẫn được hưởng những lợi ích kinh tế từ việc mở rộng qui mô; tái tổ chức và nhóm lại các công ty có những đặc điểm chung hoặc tương tự nhau theo hướng tạo thuận lợi cho việc quản trị, điều hành và niêm yết công ty sau này; thể chế hóa những thế mạnh và những đặc điểm chủ yếu của doanh nghiệp; nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh tương lai và giá trị của doanh nghiệp.

#### **3.3.2 Tái cơ cấu tài chính nhằm làm sạch Báo cáo tài chính**

Để việc thực hiện công tác định giá doanh nghiệp để CPH DNNN đạt kết quả cao, trước khi định giá doanh nghiệp, doanh nghiệp cần phải tái cơ cấu tài chính nhằm xây dựng cơ cấu tài chính lành mạnh, phù hợp với chiến lược phát triển kinh doanh tương lai, xử lý dứt điểm những vướng mắc tài chính còn tồn đọng. Đặc biệt là những khoản nợ không có khả năng thu hồi và những vật tư, tài sản, hàng hóa ứ đọng mất phẩm chất của doanh nghiệp.

#### **3.3.3 Nâng cao công tác quản trị doanh nghiệp**

Trước CPH, DNNN cần chú trọng cải tiến công tác quản trị doanh nghiệp nhằm thực hiện những thông lệ quản trị công ty tốt nhất.

Ngoài ra, công khai minh bạch công tác quản trị doanh nghiệp, quy trình kiểm soát và BCTC trước khi định giá rất cần thiết. Nhà nước cần có qui định về việc bắt buộc kiểm toán BCTC với ý kiến không ngoại trừ và tổ chức kiểm toán cho doanh nghiệp định giá cần phải đạt trình độ đẳng cấp được quốc tế thừa nhận cũng như đáp ứng một số yêu cầu theo qui định của doanh nghiệp kiểm toán được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận.

### **3.3.4 Xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu tham chiếu phục vụ cho công tác xác định giá trị doanh nghiệp**

Để có cơ sở cho việc xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu tham chiếu phục vụ cho công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam, trước mắt cần thực hiện:

- Thành lập trung tâm hoặc đầu mối lưu trữ dữ liệu DN trên phạm vi quốc gia. Trung tâm này có thể kết nối, liên kết với các trung tâm dữ liệu khác như Trung tâm thông tin tín dụng (CIC) thuộc ngân hàng Nhà nước, cục Tài chính doanh nghiệp (Bộ Tài chính), Tổng cục Thống kê, Hiệp hội Đầu tư Tài chính Việt Nam, các hãng quốc tế cung cấp dịch vụ định hạng DN như Moody, Fitch, Bloomberg v.v.. để tăng cường sự chia sẻ thông tin và hiệu quả sử dụng nguồn dữ liệu;

- Cần cho phép, thúc đẩy, hỗ trợ và khuyến khích thành lập các công ty Việt Nam và quốc tế chuyên xếp hạng và đánh giá hệ số tín nhiệm đối với các DN;

- Cần nghiên cứu, tổng kết thực tiễn phát triển để xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu về số liệu thống kê cho các chỉ tiêu tài chính và hoạt động chuẩn của từng ngành và khu vực kinh tế; Đồng thời công bố công khai minh bạch hệ thống cơ sở dữ liệu này trên internet để các chuyên gia định giá có thể tham khảo bất kỳ lúc nào;

- Đẩy nhanh sự phát triển của thị trường vốn và thị trường chứng khoán. Giá cả chứng khoán cũng là một cơ sở quan trọng để xác định giá trị doanh nghiệp của các đơn vị có những điều kiện tương tự nhưng chứng khoán chưa được niêm yết.

### **3.3.5 Hoàn thiện hệ thống chuẩn mực về xác định giá trị doanh nghiệp và quy định về lựa chọn tổ chức xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá**

Cần sớm hoàn thiện và ban hành hệ thống chuẩn mực về xác định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam. Tính chuyên nghiệp đòi hỏi tổ chức định giá phải hành nghề dựa trên những nguyên tắc, chuẩn mực và phương pháp thống nhất.

Cần công khai tiêu chí và danh sách các tổ chức định giá đủ điều kiện hành nghề qua các phương tiện truyền thông, báo chí...



### **3.3.6 Thống nhất và chuyên nghiệp hóa tổ chức chịu trách nhiệm về công tác cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước**

Nên thống nhất trao trách nhiệm tổ chức CPH DNNN và xác định giá trị DNNN CPH cho TCT Đầu tư vốn Nhà nước (SCIC), đơn vị được Chính phủ thành lập nhằm quản lý kinh doanh và đầu tư vốn của Nhà nước.

## **3.4 CÁC ĐIỀU KIỆN ĐỂ THỰC HIỆN THÀNH CÔNG CÁC GIẢI PHÁP ĐỀ XUẤT**

### **3.4.1 Điều kiện với các cơ quan quản lý nhà nước có liên quan**

#### ***3.4.1.1 Định hướng ban hành chính sách***

Nhà nước cần đảm bảo chính sách nhất quán, logic và đồng bộ về CPH DNNN và xác định giá trị DNNN CPH trong toàn bộ các văn bản pháp qui về vấn đề này.

- Cần kiên định và quyết liệt cải tổ, đổi mới DNNN, mở rộng đối tượng CPH: Nhà nước cần mở đối tượng CPH, đặc biệt là đối với các Tập đoàn kinh tế, TCT nhà nước, công ty mẹ, công ty TNHH do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ.

- Bổ sung các chính sách phù hợp về CPH và xác định giá trị DNNN: Cần qui định quy trình CPH riêng cho các Tập đoàn kinh tế và TCT nhà nước.

- Bổ sung phương pháp xác định giá trị DNNN CPH và hướng dẫn về mặt nguyên tắc việc lựa chọn áp dụng từng phương pháp trong điều kiện cụ thể, đồng thời xây dựng cơ sở dữ liệu cho các loại hình và ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp làm cơ sở cho việc tham chiếu khi thực hiện định giá doanh nghiệp.

- Cần bổ sung các quy định để lành mạnh hóa tình hình tài chính DNNN trước khi CPH.

#### ***3.4.1.2 Xây dựng các chuẩn mực hành nghề và chuẩn mực đạo đức cho việc thực hiện công tác định giá doanh nghiệp***

Trong nền kinh tế thị trường, định giá doanh nghiệp là một nghề, do vậy cần thiết phải xây dựng tiêu chuẩn định giá nhằm:

- Tăng cường các khuôn khổ pháp lý và quy định cho việc định giá DN ở Việt Nam.

- Phục vụ cho việc tiêu chuẩn hoá thị trường định giá doanh nghiệp nói riêng và định giá giá trị tài sản nói chung.

- Thúc đẩy việc nghiên cứu lý thuyết về định giá doanh nghiệp, công tác đào tạo chuyên gia định giá hiện đại, cũng như hiện đại hoá nghề định giá ở Việt Nam.

- Tạo cơ sở cần thiết cho việc quốc tế hoá khuôn khổ hoạt động nghề định giá của Việt Nam.

#### ***3.4.1.3 Thành lập Hiệp hội định giá doanh nghiệp Việt Nam***

Cần gấp rút thành lập hiệp hội định giá doanh nghiệp ở Việt Nam nhằm tập hợp những người làm nghề, bảo vệ quyền lợi của hội viên, đào tạo cập nhật, giám sát chất lượng hoạt động nghề nghiệp của hội viên và đề xuất với cơ quan chức năng để hoàn thiện hoặc bổ sung các qui định có liên quan tạo điều kiện cho nghề định giá doanh nghiệp phát triển.

#### ***3.4.1.4 Sửa đổi qui định về mức phí trả cho tổ chức định giá***

Nhà nước cần sửa đổi qui định về mức phí định giá mang tính thị trường và linh hoạt hơn, phù hợp quy mô DNNN CPH. Đây cũng chính là một trong các yếu tố quan trọng để nâng cao chất lượng công tác định giá doanh nghiệp trong tiến trình CPH trong thời gian tới.

### **3.4.2 Điều kiện với các tổ chức có chức năng định giá doanh nghiệp**

#### ***3.4.2.1 Thường xuyên đào tạo cả về chuyên môn và đạo đức nghề nghiệp cho cán bộ tham gia công tác định giá***

Các doanh nghiệp định giá phải thường xuyên tổ chức đào tạo, cập nhật và đào tạo lại đội ngũ chuyên gia định giá chuyên nghiệp. Ngoài ra, cần chuyên môn hóa lực lượng chuyên gia định giá theo ngành, lĩnh vực để có thể tập trung đào tạo chuyên sâu về kiến thức ngành vì trên thực tế, các kỹ thuật định giá chuyên ngành rất phức tạp, đa dạng và phong phú.

#### ***3.4.2.2 Tổ chức tọa đàm, hội thảo trao đổi kinh nghiệm và thực tiễn nghề nghiệp***

Cần tổ chức tọa đàm, hội thảo trao đổi kinh nghiệm và thực tiễn nghề nghiệp để nâng cao chất lượng chuyên gia và nghề nghiệp.

### **3.4.3 Điều kiện với doanh nghiệp được định giá**

#### ***3.4.3.1 Chủ động làm lành mạnh tình hình tài chính doanh nghiệp trước khi tiến hành xác định giá trị doanh nghiệp***

Chính phủ đã ban hành nhiều văn bản quy định các giải pháp về xử lý nợ của DNNN. Các doanh nghiệp cần chủ động triển khai thực hiện các quy định này, đồng thời tích cực nêu kiến nghị để giải quyết những khó khăn, vướng mắc phát sinh trong thực tế nhằm thay đổi thực trạng tài chính của doanh nghiệp, nâng cao vị thế cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tạo nên tảng vững chắc cho phát triển bền vững.

#### ***3.4.3.2 Phản ánh trung thực tình trạng tài sản của doanh nghiệp***

Lãnh đạo DNNN CPH cần phản ánh trung thực tình trạng tài sản của doanh nghiệp, tránh tình trạng không kê đủ tài sản hoặc giấu thu nhập nhằm tạo thuận lợi bất chính cho hoạt động sau CPH. Để tạo điều kiện thuận lợi cho công tác xác định giá trị doanh nghiệp, toàn bộ tài sản (bao gồm cả tài sản đã hết khấu hao hoặc đã phân bổ hết vào chi phí nhưng vẫn sử dụng tốt) cần được kiểm kê và phản ánh đầy đủ, nghiêm túc. Nên cung cấp giải trình, thuyết minh đầy đủ về việc xác định giá trị tài sản và giá trị DNNN CPH.

#### ***3.4.3.3 Nâng cao chất lượng báo cáo tài chính và công bố thông tin tài chính cổ phần hoá***

Thông tin trên BCTC và cáo bạch CPH càng công khai minh bạch, đầy đủ và lành mạnh thì CPH sẽ càng thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư nghiêm túc, có tiềm lực. Ngoài việc có được nguồn tài chính dồi dào, DN CPH còn tạo lập được thế phát triển bền vững nhờ cơ cấu cổ đông có cam kết mạnh mẽ và tầm nhìn chiến lược dài hạn.

## KẾT LUẬN

Luận án đã nghiên cứu, phân tích lý luận về các mô hình xác định giá trị doanh nghiệp đang được áp dụng rộng rãi trong nước và quốc tế. Sử dụng phương pháp liệt kê, so sánh, phân tích, đánh giá luận án đã làm nổi bật nội dung căn bản, những ưu nhược điểm, đối tượng áp dụng của từng phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp cả về mặt lý luận và mặt thực tiễn. Điều này góp phần hoàn thiện hệ thống lý luận phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp cũng như xác định tính chất ưu tiên khi lựa chọn phương pháp định giá doanh nghiệp và sự vận dụng vào điều kiện cụ thể của Việt Nam hiện nay.

Luận án cũng đã khảo sát kinh nghiệm của một số nước trên thế giới về thực tiễn xác định giá trị doanh nghiệp để từ đó rút ra những bài học và giải pháp phù hợp với điều kiện của nền kinh tế Việt Nam.

Luận án đã tiến hành hệ thống hóa và đánh giá những thành tựu cũng như các mặt hạn chế trong công tác xác định giá trị doanh nghiệp trong tiến trình cải cách DNNN ở Việt Nam thông qua khảo sát cụ thể về thực tiễn xác định giá trị DNNN CPH tại ba thành phố lớn Hà Nội, Hải Phòng và thành phố Hồ Chí Minh và các TCT nhà nước tiêu biểu của Việt Nam. Luận án đã chỉ ra những hạn chế trong các quy định hiện tại về xác định giá trị doanh nghiệp, đồng thời, đề xuất bổ sung, sửa đổi các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp để chúng vừa phản ánh trung thực hơn giá trị doanh nghiệp vừa có tính khả thi cao trong thực tế.

Luận án cũng đồng thời đề xuất đồng bộ nhiều nhóm giải pháp để đảm bảo thành công nỗ lực hoàn thiện các phương pháp xác định giá trị DNNN CPH và tiến trình CPH và cải cách DNNN.

Tác giả mong muốn những luận điểm, gợi ý, giải pháp trong luận án sẽ góp phần hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam. Mặc dù tác giả luận án đã rất cố gắng nghiên cứu, học hỏi, tham khảo tài liệu nhưng luận án sẽ không tránh khỏi những thiếu sót nhất định. Tác giả rất mong nhận được ý kiến đóng góp thiết thực của các thầy cô, các nhà kinh tế, bạn đọc và đồng nghiệp để luận án được hoàn chỉnh hơn./.