

# Định giá doanh nghiệp trong cổ phần hóa: Những hạn chế và cách khắc phục

ĐINH THỊ THU HIỀN\*

**Cổ phần hóa về thực chất là quá trình chuyển doanh nghiệp nhà nước (DNNN) từ sở hữu nhà nước sang sở hữu của các cổ đông kể cả người lao động trong doanh nghiệp và các nhà đầu tư bên ngoài. Đây là quá trình chuyển giao sở hữu, do vậy đòi hỏi phải xác định cho được giá trị vốn nhà nước hiện có tại doanh nghiệp, đảm bảo bảo toàn được vốn nhà nước và thu hút đông đảo các nhà đầu tư. Trong thời gian qua, việc định giá doanh nghiệp đang gặp nhiều vướng mắc, cần có những phương án được đưa ra để hoàn thiện hơn công tác định giá khi chuyển DNNN sang hình thức cổ phần.**

## CHÍNH SÁCH ĐỊNH GIÁ DNNN TRONG CỔ PHẦN HÓA

Thực hiện Nghị quyết Đại hội XI và XII của Đảng, Kết luận số 50-KL/TW, ngày 29/10/2012 của Ban Chấp hành Trung ương (Khóa XI), giai đoạn 2011-2016, Chính phủ tiếp tục quyết liệt chỉ đạo công tác tái cơ cấu DNNN, trọng tâm là cổ phần hóa. Trong giai đoạn này, Chính phủ đã ban hành 3 nghị định về cổ phần hóa DNNN (Nghị định số 59/2011/NĐ-CP, ngày 18/07/2011 về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần; và sau đó là Nghị định số 189/2013/NĐ-CP, ngày 18/07/2011 và Nghị định số 116/2015/NĐ-CP, ngày 11/11/2015 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 59/2011/NĐ-CP) theo hướng tiếp tục thực hiện việc công khai, minh bạch quá trình cổ phần hóa, tăng cường sự kiểm tra, giám sát của các đối tượng tham gia, thực hiện nguyên tắc thị trường trong định giá và bán đấu giá cổ phần, hướng dẫn xử lý dứt điểm các tồn tại về tài chính khi cổ phần hóa nhằm hạn chế tối đa khả năng thất thoát vốn và tài sản nhà nước có thể xảy ra trong quá trình cổ phần hóa. Cụ thể:

(i) Về phương pháp định giá và tổ chức định giá khi cổ phần hóa, các nghị định trên quy định doanh nghiệp cổ phần hóa có tổng giá trị tài sản theo sổ kế toán từ 30 tỷ đồng trở lên hoặc giá trị vốn nhà nước theo sổ kế toán từ 10 tỷ đồng trở lên

phải thuê các tổ chức có chức năng định giá thực hiện tư vấn xác định giá trị doanh nghiệp. Tổ chức tư vấn định giá được lựa chọn các phương pháp định giá khác nhau và phải được so sánh với kết quả xác định giá trị doanh nghiệp theo nguyên tắc không được thấp hơn phương pháp tài sản. Trên cơ sở kết quả xác định giá trị doanh nghiệp của tư vấn, Ban Chỉ đạo thẩm tra kết quả xác định giá trị doanh nghiệp, báo cáo cơ quan có thẩm quyền quyết định công bố giá trị doanh nghiệp.

Đối với các doanh nghiệp quy mô lớn có vốn nhà nước trên 500 tỷ đồng hoạt động kinh doanh trong những lĩnh vực, ngành nghề đặc thù (như: bảo hiểm, ngân hàng, bưu chính viễn thông, hàng không, khai thác than, dầu khí, khai thác mỏ quý hiếm khác); các công ty mẹ thuộc tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước và các doanh nghiệp khác theo yêu cầu của Thủ tướng Chính phủ sẽ được Kiểm toán Nhà nước thực hiện kiểm toán kết quả định giá doanh nghiệp và xử lý các vấn đề tài chính làm cơ sở để cơ quan có thẩm quyền quyết định công bố giá trị doanh nghiệp.

(ii) Về vấn đề đất đai trong cổ phần hóa DNNN, cũng như các giai đoạn trước, giai đoạn này quy định về đất đai trong quá trình cổ phần hóa được Chính phủ tiếp tục chỉ đạo, hướng dẫn thực hiện tuân thủ đúng theo pháp luật về đất đai hiện hành. Song cũng đã có một số điều chỉnh so với quy định cổ phần hóa trước đây theo hướng phù hợp với quy định của pháp luật về đất đai và tạo điều kiện cho doanh nghiệp thực hiện thuận lợi, đảm bảo hài hòa lợi ích của Nhà nước và nghĩa vụ của doanh nghiệp.

Doanh nghiệp cổ phần hóa có trách nhiệm xây dựng phương án sử dụng đất của toàn bộ diện tích đất đang quản lý, sử dụng trình cơ quan có thẩm quyền xem xét, quyết định. Phương án sử dụng đất của doanh nghiệp phải đảm bảo phù hợp với quy định về sắp xếp lại, xử

\* ThS., Trường Đại học Duy Tân | Email: hien.dh207@gmail.com



Việc xác định giá trị doanh nghiệp phải phù hợp với thị trường nhằm tránh thất thoát nguồn vốn nhà nước

lý nhà, đất theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ và phải được gửi đến UBND tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương trên địa bàn trước khi thực hiện xác định giá trị doanh nghiệp. UBND tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương phải có ý kiến chính thức đối với các lô đất doanh nghiệp sẽ tiếp tục sử dụng sau cổ phần hóa và giá đất làm căn cứ để xác định giá trị. Doanh nghiệp cổ phần hóa chỉ tính vào giá trị doanh nghiệp đối với diện tích đất nhận giao; đối với đất thuê, doanh nghiệp thực hiện nộp tiền thuê đất theo quy định như các doanh nghiệp khác. Trường hợp đề xuất sử dụng đất của doanh nghiệp chưa phù hợp với quy hoạch chung của địa phương và không đúng mục đích sử dụng đất theo quyết định của cơ quan nhà nước có thẩm quyền về sắp xếp lại, xử lý nhà, đất thuộc sở hữu nhà nước, thì doanh nghiệp phải trả lại cho Nhà nước để sử dụng vào mục đích khác, các địa phương phối hợp với cơ quan có thẩm quyền quyết định phương án cổ phần hóa xử lý theo quy định của pháp luật về đất đai. Sau 30 ngày làm việc kể từ ngày nhận đủ hồ sơ, mà các địa phương chưa có ý kiến chính thức về giá đất làm căn cứ xác định giá trị doanh nghiệp, thì cơ quan đại diện chủ sở hữu sử dụng giá đất do địa phương công bố tại thời điểm gần nhất theo quy định của pháp luật về đất đai để tính toán, xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa; khi thực hiện giao đất, các địa phương xác định chính thức nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất và doanh nghiệp cổ phần hóa có trách nhiệm nộp ngân sách nhà nước toàn bộ khoản chênh lệch với giá đã tạm tính khi xác định giá trị doanh nghiệp.

(iii) Về xác định giá khởi điểm để bán cổ phần lần đầu do tổ chức tư vấn xác định sát với giá thị trường trên cơ sở tính toán đầy đủ giá trị doanh nghiệp và được cấp có thẩm quyền phê duyệt; giá bán cổ phần được công khai, minh bạch trên thị trường.

Có thể nói, trong thời gian qua, việc xác định giá trị doanh nghiệp đã công khai, minh bạch và phù hợp hơn theo nguyên tắc thị trường; ngoài phương pháp tài sản, đã bổ sung thêm phương pháp dòng tiền chiết khấu

trong xác định giá trị doanh nghiệp; các doanh nghiệp có vốn nhà nước trên 10 tỷ đồng hoặc giá trị doanh nghiệp theo sổ sách kế toán trên 30 tỷ đồng phải thuê các tổ chức tài chính trung gian có chức năng định giá để tư vấn xác định giá trị doanh nghiệp; quy định việc Kiểm toán Nhà nước thực hiện kiểm toán kết quả xác định giá trị doanh nghiệp và xử lý các tồn tại tài chính trước khi công bố giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa.

### MỘT SỐ HẠN CHẾ TRONG CÔNG TÁC ĐỊNH GIÁ

Một là, định giá doanh nghiệp ở Việt Nam thường nghiêng về tính giá trị trên sổ sách. Việc tính giá trị tiềm năng, như: thương hiệu, sức phát triển tương lai chỉ được áng chừng rồi cộng vào chứ không có cơ sở xác thực. Đến nay, mặc dù cơ chế và phương pháp xác định giá trị DNNN đã từng bước được hoàn thiện, tuy nhiên phương pháp định giá đang áp dụng trong nhiều năm qua cho thấy có một số hạn chế. Cụ thể, theo quy định hiện hành, các DNNN thực hiện cổ phần hóa có thể áp dụng các phương pháp xác định giá trị, như: phương pháp tài sản; phương pháp dòng tiền chiết khấu và phương pháp khác, giá trị DNNN được công bố không thấp hơn phương pháp tài sản. Tuy nhiên, trong thực tế, việc xác định giá trị DNNN để tiến hành cổ phần hóa hiện nay mới chỉ dừng lại ở 2 phương pháp cơ bản là: phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu. Phương pháp dòng tiền chiết khấu chỉ áp dụng với các DNNN thống kê được

các chỉ tiêu tài chính trong thời gian hoạt động trước khi xác định giá trị DNNN tối thiểu là 5 năm và có kế hoạch sản xuất, kinh doanh trong 5 năm sau cổ phần hóa; có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn nhà nước bình quân 5 năm liền kề trước khi xác định giá trị DNNN cổ phần hóa cao hơn lãi suất của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm được phát hành tại thời điểm gần nhất với thời điểm xác định giá trị DNNN, nên trong một số trường hợp còn mang tính chủ quan dẫn đến kết quả chưa phản ánh đúng giá trị thực của doanh nghiệp.

*Hai là, hệ thống pháp lý về định giá khi cổ phần hóa còn chông chéo giữa các điều khoản, mâu thuẫn giữa các nội dung trong văn bản làm cho việc thực hiện chưa thật sự chính xác, số lượng các doanh nghiệp thẩm định giá còn ít, các thẩm định viên có tay nghề còn hạn chế, các lớp đào tạo về thẩm định vẫn chưa được chú trọng. Các tổ chức, doanh nghiệp cạnh tranh bằng cách hạ chi phí, khuyến mãi đã và đang làm giảm chất lượng của quá trình định giá.*

*Ba là, việc quản lý, sử dụng và định giá đất của DNNN trước khi cổ phần hóa chưa được thực hiện nghiêm theo quy định của pháp luật về đất đai. Một số doanh nghiệp quản lý sử dụng đất chưa hiệu quả, hồ sơ pháp lý về đất không được thực hiện hoàn thiện theo quy định, còn tâm lý giữ lại toàn bộ diện tích đất đai như trước để khai thác, mặc dù chưa đúng quy hoạch, kế hoạch sử dụng đất của địa phương và không phù hợp với mục tiêu, ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp. Khi tiến hành cổ phần hóa, việc xây dựng và phê duyệt phương án sử dụng đất của toàn bộ diện tích đất đang quản lý, sử dụng trình cơ quan có thẩm quyền xem xét, quyết định còn chậm làm ảnh hưởng đến tiến độ cổ phần hóa. Một số địa phương chưa kiên quyết thu hồi, xử lý đất đai của doanh nghiệp sử dụng không đúng mục đích, không đúng quy hoạch; việc xác định giá đất làm căn cứ để xác định giá trị doanh nghiệp còn chậm.*

Khi định giá doanh nghiệp, nhiều nơi đã không tính đến giá trị quyền sử dụng đất; hoặc không tính đến giá trị sử dụng đất sau khi điều chỉnh quy hoạch, thay đổi mục đích sử dụng đất. Từ đó, có nhiều cá nhân, tổ chức đã dễ dàng thâm tóm doanh nghiệp sau cổ phần hóa với giá rẻ, với động cơ chủ

yếu là được hưởng lợi lớn từ đất vàng của DNNN. Khi xác định giá trị doanh nghiệp để cổ phần hóa, còn có trường hợp doanh nghiệp không tính hoặc tính thiếu giá trị quyền sử dụng đất, dẫn đến giá đất xác định thấp hơn giá thị trường. Sau cổ phần hóa, doanh nghiệp không đưa đất vào sử dụng, mà tự ý chuyển mục đích sử dụng đất và không thực hiện nghĩa vụ tài chính với Nhà nước theo quy định, còn để tình trạng đất bị lấn chiếm.

*Bốn là, việc định giá thấp tài sản DNNN khi cổ phần hóa còn thấp hơn giá trị thật. Theo Kiểm toán Nhà nước, quá trình xác định giá trị doanh nghiệp trước khi cổ phần hóa có nhiều nguy cơ thất thoát tiền và tài sản nhà nước do đánh giá, xác định giá trị tài sản doanh nghiệp thấp hơn giá trị tài sản thực tế. Đặc biệt, việc này càng hiện hữu với các doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn. Trong năm 2016, qua kiểm toán 8 DNNN được các tổ chức tư vấn định giá xác định theo phương pháp tài sản, đơn vị này đã kiến nghị điều chỉnh tăng thêm vốn nhà nước hơn 8.454 tỷ đồng. Đáng lưu ý là trường hợp của Công ty TNHH Lọc hóa dầu Bình Sơn. Theo báo cáo, giá trị thực tế phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp này hơn 40.342 tỷ đồng. Tuy nhiên, sau kiểm toán, con số này lên tới hơn 44.900 tỷ đồng, tức chênh lệch hơn 4.586 tỷ đồng. Hay đối với Công ty mẹ - Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam, có con số báo cáo giá trị thực tế phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp hơn 31.500 tỷ đồng. Thế nhưng, con số sau kiểm toán lại lên tới hơn 33.500 tỷ đồng, mức chênh lệch trên 2.000 tỷ đồng.*

Ngoài ra, các doanh nghiệp còn lại cũng có mức chênh lệch lên tới hàng trăm tỷ đồng, điển hình như: Công ty mẹ - Tổng Công ty Dầu Việt Nam chênh 512 tỷ đồng; Công ty mẹ - Tập đoàn Cao su Việt Nam chênh 440 tỷ đồng... Từ thực trạng trên có thể thấy, kết quả xác định giá trị doanh nghiệp để cổ phần hóa của các tổ chức tư vấn định giá và kết quả xác định giá trị doanh nghiệp do Kiểm toán Nhà nước xác định có sự chênh lệch rất lớn.

Tương tự, Kiểm toán Nhà nước Khu vực IV cũng thực hiện kiểm toán xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa 3 tổng công ty: IDICO, Becamex và Tổng Công ty Thương mại Xuất nhập khẩu Thanh Lễ. Và kết quả kiểm toán cũng làm tăng giá trị vốn nhà nước tại các đơn vị này lên 2.223 tỷ đồng. Đặc biệt, công tác kiểm toán xác định giá trị doanh nghiệp tại Tổng Công ty Becamex đã làm tăng giá trị doanh nghiệp và giá trị vốn nhà nước lên 1.333 tỷ đồng.

## **GIẢI PHÁP NÂNG CAO CÔNG TÁC ĐỊNH GIÁ TRONG CỔ PHẦN HÓA**

Ngày 15/06/2018, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết về tiếp tục hoàn thiện và đẩy mạnh việc thực hiện chính sách, pháp luật về quản lý, sử dụng vốn, tài sản nhà nước tại doanh nghiệp và cổ phần hóa DNNN. Tại Nghị quyết, để xử lý điểm yếu về định giá đất, Nghị quyết yêu cầu Chính phủ tiến hành rà



soát diện tích đất của các DNNN, hoàn thành việc cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất. Thực hiện việc xác định giá đất cụ thể phù hợp với quy định của Luật Đất đai để xác định đúng giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị DNNN cổ phần hóa, tính đúng, tính đủ tiền thuê đất của doanh nghiệp, tránh thất thu cho ngân sách nhà nước. Quản lý chặt chẽ, tăng cường giám sát, thanh tra, kiểm tra việc sử dụng đất của DNNN sau cổ phần hóa, đảm bảo tuân thủ phương án sử dụng đất đã được phê duyệt trong phương án cổ phần hóa; trường hợp được cấp có thẩm quyền cho phép chuyển mục đích sử dụng đất khác với phương án đã được phê duyệt, thì tổ chức thu hồi và đấu giá công khai theo quy định của pháp luật; nghiêm túc thực hiện quy định của pháp luật đất đai về thu hồi đất đối với các trường hợp vi phạm pháp luật về đất đai.

Để quản lý hiệu quả đất đai trong cổ phần hóa DNNN, Nghị quyết Quốc hội cũng chỉ đạo Chính phủ giao Kiểm toán Nhà nước kiểm toán Quỹ Hỗ trợ sắp xếp và phát triển doanh nghiệp và việc sử dụng nguồn thu từ đất của các DNNN đã cổ phần hóa giai đoạn 2011-2017, báo cáo Quốc hội.

Bên cạnh các giải pháp được nêu tại Nghị quyết, để có thể hoàn thiện công tác định giá DNNN trong quá trình cổ phần hóa, theo tôi, cần thực hiện các giải pháp sau:

**Về phía Nhà nước:**

- Chính phủ và các bộ liên quan cần tổ chức những cuộc trao đổi, làm việc với các DNNN đã được định giá và các doanh nghiệp thẩm định giá nhằm trao đổi về các nội dung trong những thông tư, nghị định đã ban hành liên quan đến công tác định giá. Cần chỉ ra những điểm còn bất cập để tiến hành giải quyết, nhằm cho ra những văn bản phù hợp với thực tiễn hơn.

- Nhà nước nên định kỳ kiểm tra giám sát công tác định giá này thông qua một bộ phận độc lập nhằm kiểm tra, đánh giá, tránh thất thoát vốn, rà soát lại các cơ chế chính sách. Đồng thời, nghiên cứu và ban hành quy chế lựa chọn, quản lý, giám sát hoạt động tư vấn và xác định giá trị doanh nghiệp, cũng như các tiêu chuẩn đánh giá năng lực của tổ chức định giá, nhằm đảm bảo công ty tư vấn lựa chọn có chất lượng, nâng cao lòng tin của doanh nghiệp và đảm bảo tính an toàn của thị trường.

- Cần định giá doanh nghiệp một cách độc lập. Đặc biệt, cần có cơ chế giám sát chéo quá trình định giá DNNN. Đồng thời, ban hành các chế tài cụ thể, phát hiện nghi vấn, vi phạm quy định của pháp luật ngăn chặn các biểu hiện trục lợi về tài sản công, tránh gây thất thoát và tăng cường quản lý đất đai sau cổ phần hóa.

**Về phía các doanh nghiệp thẩm định giá:**

Các doanh nghiệp thẩm định giá nên mở các lớp tập huấn về công tác định giá cho các nhân viên để đào tạo thêm về kiến thức, cũng như nghiệp vụ tăng chất lượng thẩm định. Các doanh nghiệp thẩm định giá nên kết hợp với các doanh nghiệp, tổ chức nước ngoài để nâng cao trình độ, học hỏi kiến thức từ nước ngoài để có thể tham gia định giá cũng như tư vấn cho các doanh nghiệp, tạo niềm tin từ các doanh nghiệp.

**Về phương pháp định giá:**

Thực tế tại Việt Nam chỉ mới sử dụng 2 phương pháp là phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu, tuy nhiên những phương pháp này có những hạn chế nhất định. Cần sử dụng nhiều phương pháp định giá hơn nữa để phù hợp với từng doanh nghiệp, từng lĩnh vực hoạt động. Có thể kết hợp nhiều phương pháp với nhau để dễ dàng trong việc định giá.

**Về các DNNN được định giá:**

Các doanh nghiệp trước khi tiến hành định giá cần chuẩn bị các nội dung, các chứng từ, sổ sách, các văn bản quy định để phục vụ cho công tác định giá. Các báo cáo tài chính được xem là dữ liệu quan trọng nhất trong quá trình định giá, do đó, các báo cáo này cần được kiểm toán hoặc các cơ quan khác có thẩm quyền kiểm tra để việc xác định giá trị thông qua các phương pháp phù hợp và đúng với doanh nghiệp. □

**TÀI LIỆU THAM KHẢO**

1. Chính phủ (2011). *Nghị định số 59/2011/NĐ-CP, ngày 18/07/2011 về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần*
2. Chính phủ (2013). *Nghị định số 189/2013/NĐ-CP, ngày 18/07/2011 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 59/2011/NĐ-CP*
3. Chính phủ (2015). *Nghị định số 116/2015/NĐ-CP, ngày 11/11/2015 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 59/2011/NĐ-CP*
4. Kiểm toán Nhà nước (2017). *Kết quả kiểm toán năm 2016*, công bố ngày 21/07/2018
5. Nguyễn Thu Hiền (2016). Hoàn thiện kế toán định giá doanh nghiệp cổ phần hóa theo phương pháp tài sản, *Tạp chí Tài chính*, kỳ II, tháng 12/2016
6. Minh Hương (2017). *Xác định giá trị doanh nghiệp: Vấn đề mấu chốt trong cổ phần hóa*, truy cập từ [http://daibieunhandan.vn/ONA\\_BDT/NewsPrint.aspx?newsId=394579](http://daibieunhandan.vn/ONA_BDT/NewsPrint.aspx?newsId=394579)