

BỘ THÔNG TIN VÀ TRUYỀN THÔNG
HỌC VIỆN CÔNG NGHỆ BƯU CHÍNH VIỄN THÔNG



ĐẶNG THỊ VIỆT ĐỨC
BÙI XUÂN PHONG

BÀI GIẢNG
ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Hà Nội, tháng 12 năm 2017

LỜI NÓI ĐẦU

Định giá doanh nghiệp được là vấn đề phức tạp, vừa mang tính khoa học, vừa mang tính chủ quan của người định giá. Cho dù thế nào, kết quả định giá đáng tin cậy phải dựa trên những quan điểm, quan niệm có tính phổ biến rộng rãi và các nguyên tắc, phương pháp cơ bản được thừa nhận.

Định giá doanh nghiệp là một học phần trong chương trình đại học Kế toán của Học viện Công nghệ Bưu chính Viễn thông. Bài giảng “Định giá doanh nghiệp” được xây dựng nhằm cung cấp các kiến thức căn bản nhất về định giá doanh nghiệp. Trên cơ sở tiếp cận, kế thừa một cách có chọn lọc các nguồn tài liệu trong và ngoài nước, các văn bản pháp quy do Bộ Tài chính ban hành vv... bài giảng đăng tải một lượng kiến thức vừa đủ về các vấn đề:

- Tổng quan về định giá doanh nghiệp.
- Những vấn đề tài chính trong định giá doanh nghiệp.
- Phương pháp giá trị tài sản.
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền.
- Phương pháp so sánh.
- Tổ chức công tác định giá doanh nghiệp.

Bài giảng do TS. Đặng Thị Việt Đức và GS. TS. Bùi Xuân Phong biên soạn. Mặc dù rất cố gắng để hoàn thành bài giảng này với nội dung, kết cấu hợp lý và khoa học, đáp ứng nhu cầu đào tạo trong giai đoạn mới song bài giảng không tránh khỏi thiếu sót, chúng tôi rất mong nhận được nhiều ý kiến đóng góp của bạn đọc.

Xin chân thành cảm ơn!

Nhóm tác giả

MỤC LỤC

LỜI NÓI ĐẦU	3
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT	8
DANH MỤC BẢNG	9
DANH MỤC HÌNH	9
CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP	10
1.1 Doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp	10
1.1.1 Doanh nghiệp	10
1.1.2 Giá trị doanh nghiệp	11
1.2 Định giá doanh nghiệp	17
1.2.1 Khái niệm định giá doanh nghiệp	17
1.2.2 Các yếu tố ảnh hưởng tới định giá doanh nghiệp	19
1.3 Các phương pháp định giá doanh nghiệp	19
1.3.1 Cơ sở giá trị của định giá doanh nghiệp	19
1.3.2 Các nguyên tắc định giá doanh nghiệp	20
1.3.3 Các cách tiếp cận giá trị doanh nghiệp và phương pháp định giá doanh nghiệp	21
CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG	22
TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG	23
CHƯƠNG 2. NHỮNG VẤN ĐỀ TÀI CHÍNH TRONG ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP	24
2.1 Giá trị theo thời gian của tiền	24
2.1.1 Giá trị tương lai của tiền	24
2.1.2 Giá trị hiện tại của tiền	27
2.2 Tỷ suất sinh lời và rủi ro	30
2.2.1 Tỷ suất sinh lời	30
2.2.2 Rủi ro	31
1.1.1 Quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời	35
2.3 Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp	37

2.3.1	Chi phí sử dụng các nguồn vốn của doanh nghiệp	37
2.3.2	Chi phí sử dụng vốn bình quân	43
2.4	Dòng tiền.....	43
2.4.1	Quan điểm dòng tiền của doanh nghiệp.....	43
2.4.2	Xác định dòng tiền của doanh nghiệp.....	44
2.5	Phân tích và dự báo tài chính	47
2.5.1	Phân tích tài chính	47
2.5.2	Dự báo tài chính	55
	CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG.....	58
	TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG.....	58
	CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN	59
3.1	Cơ sở lý luận chung	59
3.2	Phương pháp giá trị tài sản thuần.....	59
3.2.1	Cơ sở lý luận	59
3.2.2	Nội dung.....	59
3.2.3	Ưu và nhược điểm của phương pháp	65
3.2.4	Điều kiện áp dụng	66
3.3	Phương pháp định lượng Goodwill (lợi thế thương mại)	67
3.3.1	Cơ sở lý luận	67
3.3.2	Nội dung.....	68
3.3.3	Ưu và nhược điểm của phương pháp	72
3.3.4	Điều kiện áp dụng	73
	CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG.....	73
	TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG.....	76
	CHƯƠNG 4. PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN.....	77
4.1	Cơ sở lý luận chung	77
4.2	Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần.....	77
4.2.1	Cơ sở lý luận	77
4.2.2	Nội dung.....	78
4.2.3	Ưu và nhược điểm của phương pháp	80

4.2.4	Điều kiện áp dụng	81
4.3	Phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức	81
4.3.1	Cơ sở lý luận	81
4.3.2	Nội dung	82
4.3.3	Ưu và nhược điểm của phương pháp	87
4.3.4	Điều kiện áp dụng	88
4.4	Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do	88
4.4.1	Cơ sở lý luận	88
4.4.2	Nội dung	88
4.4.3	Ưu điểm, nhược điểm của phương pháp	95
4.4.4	Điều kiện áp dụng của phương pháp	96
	CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG	96
	TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG	99
	CHƯƠNG 5. PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH	100
5.1	Cơ sở lý luận chung	100
5.2	Nội dung phương pháp	100
5.2.1	Phương pháp P/E	100
5.2.2	Phương pháp P/B	105
5.2.3	Phương pháp P/S	107
5.3	Ưu điểm và nhược điểm	109
5.3.1	Ưu điểm	109
5.3.2	Nhược điểm	110
5.4	Điều kiện áp dụng	110
	CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG	110
	TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG	111
	CHƯƠNG 6. TỔ CHỨC CÔNG TÁC ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP	112
6.1	Quy trình định giá doanh nghiệp	112
6.2	Báo cáo định giá doanh nghiệp	116
6.3	Chứng thư định giá doanh nghiệp	119
6.4	Tổ chức xác định giá trị doanh nghiệp	119

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG.....	122
TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG.....	122
PHỤ LỤC 1. BẢNG TRA CỨU THỪA SỐ GIÁ TRỊ HIỆN TẠI- TƯƠNG LAI	123
PHỤ LỤC 2. MỘT SỐ VĂN BẢN PHÁP LUẬT VỀ ĐỊNH GIÁ TẠI VIỆT NAM.....	132

PTE

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Tiếng Anh	Tiếng Việt
CF	Cash Flow	Dòng tiền/ dòng tiền
DCF	Discounted Cash Flow	Mô hình chiết khấu dòng tiền
EBIT	Earning Before Interest and Taxes	Lợi nhuận trước thuế và lãi
EPS	Earning Per Share	Thu nhập trên mỗi cổ phần
FCFE	Free Cash Flow of Equity	Dòng tiền tự do của chủ sở hữu
FCFF	Free Cash Flow of Firm	Dòng tiền tự do của doanh nghiệp
FV	Future Value	Giá trị tương lai
FVA	Future Value of Annuity	Giá trị tương lai của dòng tiền đều
FVF	Future Value Factor	Thừa số giá trị tương lai
FVFA	Future Value Factor of Annuity	Thừa số giá trị tương lai của dòng tiền đều
GW	Goodwill	Lợi thế thương mại
P/B	Price Per Book Value	Giá thị trường trên giá sổ sách cổ phiếu
P/E	Price Per Earning	Giá thị trường trên thu nhập cổ phiếu
P/S	Price Per Sale	Giá thị trường trên doanh thu cổ phiếu
PV	Present Value	Giá trị hiện tại
PVA	Present Value of Annuity	Giá trị hiện tại của dòng tiền đều
PVF	Present Value Factor	Thừa số giá trị hiện tại
PVFA	Present Value Factor of Annuity	Thừa số giá trị hiện tại của dòng tiền đều
TMV	Time Value of Money	Giá trị theo thời gian của tiền
TSCĐ		Tài sản cố định
TSLĐ		Tài sản lưu động
ROA	Return on Assets	Lợi nhuận trên tài sản
ROE	Return on Equity	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
WACC	Weighted Average Cost of Capital	Chi phí sử dụng vốn bình quân

DANH MỤC BẢNG

Bảng 2-1. Bảng phân phối xác suất của tỷ lệ sinh lời của hai cổ phiếu A và B.....	32
Bảng 2-2. Phương sai và độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lời của cổ phiếu A.....	34
Bảng 2-3. Phương sai và độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lời của cổ phiếu B	35
Bảng 3-1. Các phương pháp chọn tham số để tính Goodwill	69

DANH MỤC HÌNH

Hình 2-1. Quan hệ giữa tỷ suất sinh lời của cổ phiếu và xác suất.....	32
Hình 2-2. Mật độ phân bố xác suất của hai cổ phiếu	33
Hình 2-3. Mối quan hệ giữa tỉ suất sinh lời cần thiết và rủi ro	36
Hình 2-4. Xác định chi phí sử dụng vốn vay.....	39
Hình 2-5. Xác định dòng tiền thuần FCFF dựa trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ.....	46
Hình 2-6. Xác định dòng tiền thuần FCFE dựa trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ	46

CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

1.1 Doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp

1.1.1 Doanh nghiệp

1.1.1.1 Khái niệm doanh nghiệp

Theo Luật Doanh nghiệp năm 2014 (Số 68/2014/QH13 ngày 26/11/2014): “Doanh nghiệp là tổ chức kinh tế có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch, được đăng ký kinh doanh theo quy định của pháp luật nhằm mục đích kinh doanh”.

Theo Tiêu chuẩn Thẩm định giá Quốc tế 2015: “Doanh nghiệp là một tổ chức thương mại, công nghiệp, dịch vụ hay đầu tư đang theo đuổi một hoạt động kinh tế”.

Nhìn chung doanh nghiệp là đơn vị kinh tế quy tụ các phương tiện tài chính, vật chất và con người nhằm thực hiện các hoạt động sản xuất, cung ứng, tiêu thụ sản phẩm hoặc dịch vụ, trên cơ sở tối đa hóa lợi ích của người tiêu dùng, thông qua đó tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu, đồng thời kết hợp một cách hợp lý các mục tiêu xã hội.

1.1.1.2 Những đặc trưng của doanh nghiệp

Trong cơ chế thị trường, doanh nghiệp là một loại tài sản, có các đặc trưng:

- Giống như các hàng hóa thông thường khác: doanh nghiệp là đối tượng của các giao dịch mua bán, hợp nhất, sáp nhập, chia nhỏ,... Quá trình hình thành giá cả và giá trị đối với loại hàng hóa đặc biệt này không nằm ngoài sự chi phối của các quy luật giá trị, quy luật cung cầu, quy luật cạnh tranh...

- Mỗi doanh nghiệp là một tài sản duy nhất: Mỗi doanh nghiệp có quy mô và cơ cấu tài sản khác nhau, có vị trí và trụ sở kinh doanh riêng biệt và độc lập, có cơ cấu quản trị và sự tác động của môi trường khác nhau. Không có hai doanh nghiệp giống nhau hoàn toàn.

- Doanh nghiệp không phải là một kho hàng: doanh nghiệp không phải là tập hợp những tài sản vô tri giác, giá trị sử dụng của doanh nghiệp không bị giảm dần theo thời gian.

- Doanh nghiệp là tổ chức kinh tế: doanh nghiệp là một thực thể hoạt động, được hoàn chỉnh và phát triển theo thời gian hoạt động. Sự phát triển của doanh nghiệp tùy thuộc vào các mối quan hệ với môi trường và thị trường.

- Ý muốn sở hữu doanh nghiệp là vì lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp: Việc sở hữu doanh nghiệp đó chính là sở hữu các tài sản và bộ máy kinh doanh của doanh nghiệp. Việc sở hữu này chỉ là phương thức để đạt đến mục tiêu chính, đó là lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp.

1.1.2 Giá trị doanh nghiệp

1.1.2.1 Khái niệm giá trị doanh nghiệp

Trước đây, tài sản hữu hình vẫn được coi nhân tố chính tạo nên giá trị doanh nghiệp. Những nhân tố này bao gồm máy móc thiết bị, đất đai, nhà cửa hoặc những tài sản tài chính khác như các khoản phải thu và vốn đầu tư. Các tài sản này được xác định giá trị dựa trên chi phí và giá trị còn lại như thể hiện trên bảng cân đối kế toán.

Cuối của thế kỷ 20 và đầu thế kỷ 21 chứng kiến sự thay đổi cực kỳ ấn tượng trong hiểu biết của con người về những nhân tố tạo nên giá trị cổ đông. Thị trường nhận thức được sự hiện diện của tài sản vô hình và sự quan tâm đến giá trị của tài sản vô hình ngày càng tăng khi mà khoảng cách giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của công ty ngày càng lớn, thể hiện cụ thể nhất là trong các vụ mua bán và sáp nhập vào những năm cuối của thập kỷ 1980. Mọi quan tâm của các cấp quản lý đối với loại tài sản này đã gia tăng một cách đáng kể.

Thương hiệu là một tài sản vô hình đặc biệt và trở nên tài sản quan trọng nhất trong nhiều doanh nghiệp xuất phát từ những tác động kinh tế mà thương hiệu có thể mang lại. Thương hiệu ảnh hưởng đến sự lựa chọn của người tiêu dùng, của nhân viên, nhà đầu tư và cả các cơ quan công quyền. Các công trình nghiên cứu của Trường đại học Harvard, đại học South Carolina và Interbrand đối với các công ty có trong bảng phân hạng “Thương hiệu tốt nhất toàn cầu” cho thấy các công ty này có khả năng hoạt động hiệu quả hơn nhiều các doanh nghiệp khác xét ở tất cả các khía cạnh và cũng cho thấy rằng việc sở hữu một danh mục cổ phiếu của các thương hiệu này là có giá trị hơn nhiều nếu đầu tư vào các thương hiệu nằm trong bảng danh sách của Morgan Stanley’s Global MSCI và S&P 500...

Do vậy, giá trị doanh nghiệp đã có thay đổi và được nhìn nhận là sự biểu hiện bằng tiền về tất cả các khoản thu nhập mà doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư trong quá trình kinh doanh.

1.1.2.2 Các yếu tố tác động tới giá trị doanh nghiệp

Môi trường kinh doanh là toàn bộ những nhân tố làm tác động đến toàn bộ hoạt động của doanh nghiệp, làm ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp; Nghiên cứu môi trường kinh doanh của doanh nghiệp giúp cho lãnh đạo doanh nghiệp chủ động trong mọi tình huống có thể xảy ra trong hoạt động của mình, từ đó có các chính sách, biện pháp phù hợp. Có hai loại môi trường:

1. Môi trường bên ngoài

Môi trường bên ngoài là các yếu tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, có tính khách quan và vượt tầm kiểm soát của doanh nghiệp. Do vậy, doanh nghiệp cần phải thích nghi với môi trường để có thể tồn tại và phát triển.

a. Môi trường tổng quát

(1) Môi trường kinh tế

Hoạt động của doanh nghiệp luôn gắn chặt với môi trường kinh tế cụ thể. Môi trường đó bao gồm: tốc độ tăng trưởng kinh tế, chỉ số giá cả, tỷ giá ngoại tệ, tỷ suất đầu tư, chỉ số thị trường chứng khoán, lãi suất,... là những nhân tố khách quan và ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động và giá trị doanh nghiệp.

- Nền kinh tế phát triển, thúc đẩy nhu cầu đầu tư và tiêu dùng, chỉ số chứng khoán thể hiện đúng quan hệ cung cầu, tỷ giá và lãi suất kích thích đầu tư,... sẽ trở thành những cơ hội phát triển và mở rộng doanh nghiệp, nâng cao giá trị doanh nghiệp.

- Sự suy thoái kinh tế, giá chứng khoán ảo, lạm phát tăng cao, lãi suất kiềm hãm sản xuất... làm lung lay và khống chế các cơ hội phát triển doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp bị xuống thấp.

(2) Môi trường chính trị

Môi trường chính trị ổn định là tiền đề cho sự ổn định và an toàn xã hội, và là cơ sở cho sự ổn định và phát triển các nhu cầu đầu tư đối với các doanh nghiệp.

Các yếu tố của môi trường chính trị gắn bó chặt chẽ và tác động trực tiếp đến sản xuất - kinh doanh, bao gồm:

- Yếu tố đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và chi tiết của hệ thống pháp luật sẽ giúp cho mọi hoạt động sản xuất - kinh doanh và đầu tư của các doanh nghiệp được bình đẳng, lành mạnh và thông suốt;

- Sự luật pháp hóa các hành vi kinh tế thông qua các văn bản pháp quy: Luật Thuế, Luật Thương mại, Luật Sở hữu trí tuệ,... bảo vệ được hoạt động của doanh nghiệp một cách công khai, minh bạch trong khuôn khổ luật pháp nhất định của từng quốc gia.

- Năng lực hành pháp của Chính phủ cùng với ý thức chấp hành pháp luật của công dân và các tổ chức sản xuất làm cho tính pháp luật trong mọi hành vi trở nên hiện thực giúp ngăn chặn được các tệ nạn buôn lậu, làm hàng giả, trốn thuế,... tạo điều kiện thiết yếu và thuận lợi cho mọi hoạt động sản xuất - kinh doanh.

(3) Môi trường văn hóa - xã hội

Hoạt động của doanh nghiệp là nhằm đáp ứng những đòi hỏi ngày càng cao trong đời sống vật chất và tinh thần của xã hội và cộng đồng. Ngược lại, sự hình thành các bức xúc của môi trường văn hóa - xã hội sẽ thúc đẩy sự quan tâm đáp ứng bằng chính sự phát triển thích đáng từ phía các doanh nghiệp.

Môi trường văn hóa - xã hội tác động trực tiếp đến sản xuất - kinh doanh, bao gồm:

- Lối sống, quan niệm về văn minh, tập quán sinh hoạt và tiêu dùng,... hình thành các tính chất thị trường riêng biệt mà sự tìm hiểu thông suốt và đáp ứng được các yêu cầu đó chính là sự phát triển của các doanh nghiệp.

- Số lượng và cơ cấu dân cư, giới tính, độ tuổi, mật độ, gia tăng dân số, mức thu nhập,... phát sinh các phân khúc thị trường cần định tính và định lượng làm phát sinh các loại hình sản xuất kinh doanh cần thiết đáp ứng được các nhu cầu.

- Sự ô nhiễm môi trường, cạn kiệt tài nguyên,... đòi hỏi các doanh nghiệp phải nâng cao kỹ thuật và công nghệ đáp ứng sự thân thiện với môi trường, và giảm thiểu các chi phí nguyên vật liệu, tìm kiếm nguyên vật liệu mới,...

(4) Môi trường khoa học - công nghệ

Bằng chứng của sự phát triển của khoa học - công nghệ là sản phẩm được nâng cao chất lượng, đa dạng, phong phú, đáp ứng nhu cầu vật chất và tinh thần ngày càng cao trong đời sống.

Bước phát triển của khoa học - công nghệ không chỉ là cơ hội mà còn là sự thách thức đối với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp.

b. Môi trường đặc thù

Là môi trường bao gồm các yếu tố tác động trực tiếp đến doanh nghiệp và doanh nghiệp có thể kiểm soát được.

(1) Quan hệ với khách hàng

Quan hệ khách hàng tốt sẽ góp phần vào sự phát triển và thành công của doanh nghiệp. Các nhân tố làm ảnh hưởng đến môi trường kinh doanh của doanh nghiệp trong quan hệ khách hàng:

- Sự trung thành và thái độ của khách hàng;
- Số lượng và chất lượng khách hàng;
- Uy tín và mối quan hệ tốt và khả năng phát triển các mối quan hệ.
- Sự phát triển các thị phần;
- Tốc độ tiến triển của doanh số bán.

(2) Quan hệ với nhà cung cấp

Sự ổn định các nguồn cung cấp được thể hiện qua các quan hệ với nhà cung cấp, sẽ bảo đảm cho các yêu cầu sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Các quan hệ với nhà cung cấp ảnh hưởng đến môi trường kinh doanh của doanh nghiệp thông qua:

- Sự phong phú của các nguồn cung cấp;
- Số lượng, chủng loại các nguyên vật liệu có thể thay thế cho nhau;
- Khả năng đáp ứng kịp thời, lâu dài;
- Chất lượng bảo đảm đúng các yêu cầu của doanh nghiệp, số lần hoàn trả các nguyên vật liệu kém chất lượng ít hoặc giảm nhanh qua các lần cung cấp;
- Giá cả hợp lý và có khả năng cạnh tranh đối với các nhà cung cấp khác nhau.

(3) Sự cạnh tranh

Sự cạnh tranh được xem xét và đánh giá trên 3 phạm vi: mức độ cạnh tranh, năng lực cạnh tranh và đối thủ cạnh tranh; Với các nhân tố tác động cụ thể như sau:

- Giá cả, chất lượng sản phẩm và các dịch vụ đi kèm, như: hướng dẫn sử dụng, lắp ráp sản phẩm, hậu mãi, các chương trình quảng bá và giới thiệu sản phẩm,...;
- Số lượng, năng lực và thế mạnh của các doanh nghiệp tham gia cạnh tranh;
- Các yếu tố và mầm mống làm phát sinh các đối thủ cạnh tranh mới;
- Khả năng giải quyết các áp lực cạnh tranh.

(4) Quan hệ với các cơ quan Nhà nước

Cơ quan Nhà nước có trách nhiệm kiểm tra, giám sát, bảo đảm cho hoạt động doanh nghiệp nằm trong khuôn khổ luật định. Bên cạnh đó việc thực hiện tốt các nghĩa vụ của doanh nghiệp, như là: nộp thuế đúng và đầy đủ, chấp hành tốt các quy định về lao động, bảo hiểm xã hội,... Là những biểu hiện hoạt động lành mạnh và có tiềm lực về tài chính của doanh nghiệp.

2. Môi trường bên trong

a. Hiện trạng tài sản

Giá trị tài sản doanh nghiệp là biểu hiện xác thực nhất về giá trị doanh nghiệp:

- Tài sản của doanh nghiệp là biểu hiện của yếu tố vật chất cần thiết, tối thiểu đối với quá trình sản xuất - kinh doanh. Số lượng, chất lượng, trình độ kỹ thuật và tính đồng bộ của tài sản là nhân tố quyết định đến số lượng, chất lượng sản phẩm của doanh nghiệp hay chính là nhân tố thể hiện năng lực cạnh tranh, khả năng thu nhập của doanh nghiệp.

- Giá trị các tài sản của doanh nghiệp là cơ sở bảo đảm tối thiểu cho giá trị doanh nghiệp. Ít nhất cũng có thể bán đi các tài sản doanh nghiệp là khoản thu nhập tối thiểu mà doanh nghiệp có thể có được.

b. Vị trí kinh doanh

Vị trí kinh doanh tạo ra nền tảng cho ưu thế cạnh tranh của doanh nghiệp, tạo ra những giá trị tiềm tàng đối với doanh nghiệp. Vị trí kinh doanh được đặc trưng bởi các yếu tố về địa điểm, địa hình, diện tích, phạm vi kinh doanh của doanh nghiệp và các chi nhánh trực thuộc.

- Ở những vị trí thuận lợi: gần đô thị, khu dân cư, trung tâm thương mại - tài chính, gần bến xe, cảng, kho tàng,... chắc chắn việc buôn bán đối với các doanh nghiệp thương mại sẽ có nhiều lợi thế, doanh nghiệp sản xuất giảm thiểu được các chi phí vận chuyển, bảo quản,... doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận và nắm bắt nhanh chóng các nhu cầu, thị hiếu, các thông tin cần thiết phục vụ tốt cho nhu cầu sản xuất và thương mại.

- Tuy nhiên, đi kèm với các vị trí thuận lợi đó là các chi phí thuê văn phòng giao dịch, thuê lao động và một số các chi phí về môi trường cũng cao hơn và khắt khe hơn.

c. Uy tín kinh doanh

Khi sản phẩm đã được khách hàng chấp nhận và được đánh giá cao, thì uy tín của doanh nghiệp đã trở thành một tài sản có giá trị thực sự, đó chính là giá trị của thương hiệu. Vì vậy, uy tín của doanh nghiệp được hầu hết các nhà kinh tế thừa nhận là một yếu tố quan trọng góp phần làm nên giá trị doanh nghiệp.

d. Trình độ kỹ thuật và tay nghề lao động

Với một trình độ kỹ thuật tân tiến cùng với sự thành thạo tay nghề của người lao động chắc chắn chất lượng sản phẩm của doanh nghiệp đạt cao với các mức chi phí hợp lý là điều không thể phủ nhận.

Vì vậy, yếu tố kỹ thuật và tay nghề là một yếu tố quyết định giá trị doanh nghiệp.

e. Năng lực quản trị

Bộ máy quản lý sản xuất - kinh doanh có đủ năng lực sẽ giúp cho doanh nghiệp có khả năng sử dụng tốt nhất các nguồn lực, phát huy và tận dụng có hiệu quả mọi tiềm năng và cơ hội phát sinh, ứng phó một cách linh hoạt với những biến động của thị trường và mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp. Vì vậy, năng lực quản trị luôn được đánh giá và đề cao là một yếu tố đặc biệt có tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Năng lực quản trị của doanh nghiệp cần được đánh giá gồm các nội dung cơ bản như sau:

- Khả năng hoạch định chiến lược, chiến thuật;
- Trình độ tổ chức bộ máy quản lý;
- Năng lực quản trị các yếu tố đầu vào và đầu ra;
- Khả năng quản trị nguồn nhân lực;
- Khả năng tiếp cận và xử lý các nguồn thông tin,....

Việc đánh giá năng lực nhiều khi mang tính định tính, vì vậy cần xem xét đến các tác động và sự tương quan với môi trường.

f. Văn hóa doanh nghiệp

Mọi tổ chức đều có văn hóa và những giá trị độc đáo riêng, là toàn bộ các giá trị văn hóa được gây dựng nên trong suốt quá trình tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, trở thành các giá trị, các quan niệm và tập quán, thể hiện trong các hoạt động của doanh nghiệp và chi phối tình cảm, nếp suy nghĩ và hành vi ứng xử của mọi thành viên của doanh nghiệp. Văn hóa doanh nghiệp là một giá trị tinh thần và hơn thế nữa, là một tài sản vô hình của doanh nghiệp.

Văn hóa doanh nghiệp không chỉ giới hạn đơn thuần trong phạm trù văn hóa tổ chức, hay trong cặp quan hệ “văn hóa trong kinh doanh” và “kinh doanh có văn hóa”. Mà văn hóa doanh nghiệp là một tiểu văn hóa (subculture):

- Văn hóa doanh nghiệp là một hệ thống của các giá trị do doanh nghiệp sáng tạo và tích lũy qua quá trình hoạt động kinh doanh, trong mối quan hệ với môi trường xã hội và tự nhiên của doanh nghiệp;

- Văn hóa doanh nghiệp là tổng thể các truyền thống, các cấu trúc và bí quyết kinh doanh xác lập nên quy tắc ứng xử của một doanh nghiệp;

- Văn hóa doanh nghiệp là toàn bộ phương thức kinh doanh, quản lý điều hành kinh doanh, phong cách ứng xử trong quan hệ với đối tác và trong nội bộ doanh nghiệp;

- Văn hóa doanh nghiệp là những quy tắc ứng xử bất thành văn, là lực lượng vô hình trở thành quy định của pháp luật, nhưng được các chủ thể tham gia thị trường hiểu và chấp nhận.

Những tác động của văn hóa doanh nghiệp đến giá trị doanh nghiệp thông qua các đối tượng:

- Khách hàng: Dưới con mắt khách hàng, văn hóa doanh nghiệp đóng vai trò hết sức quan trọng, tạo nên lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp:

+ Là nguồn lực, lợi thế cạnh tranh, lợi thế so sánh khi khách hàng quyết định lựa chọn các nhà cung cấp khác nhau: Khi khách hàng tiếp xúc, ký hợp đồng / mua hàng, những yếu tố văn hóa doanh nghiệp sẽ làm cho khách hàng yên tâm đây là một tổ chức rất chuyên nghiệp, có tâm. Và như vậy sẽ tạo ra một lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ có cùng lợi thế về sản phẩm, chất lượng, dịch vụ,...

+ Văn hóa doanh nghiệp là cơ sở duy trì và phát triển mối quan hệ khách hàng: Khi khách hàng đã ký hợp đồng / mua hàng, sẽ được tiếp xúc nhiều hơn với doanh nghiệp từ chữ tín, phong cách giao tiếp, các ấn tượng, biểu tượng,.... càng củng cố hơn được uy tín của doanh nghiệp, duy trì được khách hàng và sự trung thành của khách hàng.

- Nhà cung cấp: Tương tự như khách hàng, nhà cung cấp sẽ tin tưởng hơn khi bán hàng cho doanh nghiệp. Sau khi bán hàng, mức độ tín nhiệm càng nâng cao, nhà cung cấp sẽ xem doanh nghiệp là khách hàng trung thành đặc biệt và có những chế độ quan tâm đặc biệt như chiết khấu tài chính, chậm thanh toán tiền hàng,...

- Cộng đồng xã hội, cơ quan Nhà nước, truyền thông, tài chính, ngân hàng...: Văn hóa doanh nghiệp sẽ tạo ra những lợi thế vì:

+ Tạo ra sự chuyên nghiệp;

+ Tạo ra tâm lý tốt, xem doanh nghiệp làm ăn đàng hoàng và lâu dài;

+ Uy tín được củng cố tiếp sau một thời gian đặt quan hệ với doanh nghiệp.

Kết quả cho thấy hạn chế được sự công kích khi doanh nghiệp gặp rủi ro, khó khăn. Tổ chức tín dụng sẽ áp dụng lãi suất thấp với các điều kiện vay vốn ưu đãi. Cơ quan thuế áp dụng các chế độ ưu đãi xuất khẩu,...

1.2 Định giá doanh nghiệp

1.2.1 Khái niệm định giá doanh nghiệp

Định giá doanh nghiệp là việc ước tính giá trị của doanh nghiệp hay lợi ích của doanh nghiệp, bao gồm giá trị hiện hữu và giá trị tiềm năng tại một thời điểm nhất định trên cơ sở giá cả thị trường theo một mục đích nhất định bằng cách sử dụng các phương pháp phù hợp.

- **Mục đích của việc định giá doanh nghiệp**

Doanh nghiệp có thể được định giá nhằm các mục đích khác nhau. Mục đích của việc định giá sẽ ảnh hưởng tới cách tiếp cận định giá và phương pháp định giá doanh nghiệp. Các mục đích thường thấy của định giá doanh nghiệp gồm:

(1) Mua bán, sáp nhập, hợp nhất, chia nhỏ, giải thể, thanh lý, cổ phần hóa...

Việc mua bán, sáp nhập, hợp nhất, chia nhỏ, giải thể, thanh lý, cổ phần hóa... là các giao dịch có tính chất thường xuyên và phổ biến trong cơ chế thị trường, thể hiện nhu cầu về đầu tư trực tiếp vào sản xuất kinh doanh, tài trợ phát triển, tăng cường khả năng cạnh tranh và được tiến hành trên cơ sở giá trị doanh nghiệp đã được xác định và đánh giá.

(2) Ra các quyết định kinh doanh và tài chính

Giá trị doanh nghiệp phản ánh năng lực tổng hợp, khả năng tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, là căn cứ quan trọng trong quá trình phân tích, đánh giá trước khi đưa ra các quyết định hoặc những giải pháp cải tiến quản lý cần thiết nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh và tài chính.

(3) Đánh giá uy tín kinh doanh, khả năng tài chính và tín dụng

- Các quyết định đầu tư, tài trợ hoặc tiếp tục tài trợ tín dụng cho doanh nghiệp đều căn cứ vào các thông tin về giá trị doanh nghiệp đã được đánh giá về uy tín kinh doanh, về khả năng tài chính và vị thế tín dụng.

- Kết quả định giá trị doanh nghiệp là cơ sở cho các tổ chức, cá nhân và công chúng đầu tư ra quyết định đầu tư vào các loại chứng khoán do doanh nghiệp phát hành trên thị trường tài chính.

(4) Quản lý vĩ mô

Thông tin về giá trị doanh nghiệp là một căn cứ quan trọng để các nhà hoạch định chính sách, các tổ chức quản lý và kinh doanh chứng khoán đánh giá tính ổn định của thị trường, nhận dạng các hiện tượng đầu cơ hoặc thao túng thị trường, quyền kiểm soát doanh nghiệp,... để từ đó có thể đưa ra các chính sách, biện pháp điều tiết thị trường một cách hợp lý, bình đẳng và phù hợp các quy định của pháp luật.

- **Ý nghĩa của việc định giá đối với doanh nghiệp**

Việc xác định giá trị doanh nghiệp mang lại những lợi ích thiết thực cho doanh nghiệp:

- Lợi ích của quy trình “Xác định giá trị doanh nghiệp” là khả năng tổng hợp, đánh giá, phân tích và khớp lại các dữ liệu quá khứ và triển vọng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp trong một bản báo cáo chính xác và toàn diện.

- Bằng việc xác định các điểm mạnh, điểm yếu và các giá trị cốt lõi của doanh nghiệp, “Xác định giá trị doanh nghiệp” trở thành một công cụ hữu hiệu giúp doanh nghiệp hiện thực hóa được cơ hội và gia tăng giá trị cho các cổ đông hoặc nhà đầu tư tương lai.

- Trong các trường hợp cần thiết, sẽ vạch ra các kế hoạch và các kiến nghị chuẩn bị cho các hoạt động tiền và hậu IPO (Initial Public Offering).

Theo thông lệ tài chính trong kinh doanh, việc phát hành này có nghĩa là một doanh nghiệp lần đầu tiên huy động vốn từ công chúng rộng rãi bằng cách phát hành các cổ phiếu phổ thông, nghĩa là cổ phiếu ghi nhận quyền sở hữu đúng nghĩa và người nắm giữ có quyền biểu quyết tương ứng trong các kỳ họp Đại hội đồng cổ đông thường niên hay bất thường. Một phần của IPO có thể là chuyển nhượng cổ phần của cổ đông hiện hữu.

Như vậy, IPO với mỗi doanh nghiệp chỉ có một lần duy nhất, và sau khi đã IPO thì các lần tiếp theo sẽ được gọi là phát hành cổ phiếu trên thị trường thứ cấp. IPO có ý nghĩa rất quan trọng với doanh nghiệp, vì với bất kỳ doanh nghiệp nào, đây cũng là thử thách đầu tiên và quan trọng nhất đối với hàng loạt khía cạnh vận hành. Nguyên nhân của thử thách này là do doanh nghiệp trước khi được phép huy động vốn rộng rãi phải đảm bảo hàng loạt các điều kiện phát hành ngặt nghèo và quy chế báo cáo thông tin rất nghiêm khắc. IPO hoàn toàn khác với việc một cổ đông hiện hữu bán lượng cổ phần đang nắm giữ; hành vi sau này gọi là Chào bán cổ phần (Offer for Sale).

Về mặt thủ tục, tiến trình IPO thường liên quan tới một hay một số công ty tài chính đặc biệt gọi là Ngân hàng đầu tư, ở Việt Nam vẫn gọi là các Công ty chứng khoán. Những trung gian tài chính này làm nhiệm vụ cung cấp dịch vụ và bảo lãnh phát hành. Công ty tiến hành bán cổ phần bằng IPO được gọi là “Nhà phát hành”. Những vụ bảo lãnh phát hành lớn thường do một nhóm các ngân hàng đầu tư hợp thành một xanh - đi - ca (syndicate) để phân chia công việc và rủi ro. Trong số này có một tổ chức đứng ra làm Nhà bảo lãnh chính, và chiếm hết phần lớn phí bảo lãnh phát hành. Trên thế giới, mức phí này có thể lên tới 8% của tổng số tiền cổ phần bán được và kèm theo nhiều điều khoản khác.

- Chỉ ra những thay đổi cần thiết về hệ thống tài chính, cơ cấu thành phần cổ đông hoặc cấu trúc doanh nghiệp bởi quy trình này sẽ tạo ra một diễn đàn mở để doanh nghiệp có thể thảo luận một cách sâu rộng và xem xét xem những cơ cấu này có đồng nhất và có lợi cho tương lai của doanh nghiệp hay không?

- Hỗ trợ Hội đồng quản trị và Ban Giám đốc đưa ra những quyết định khó khăn như các hoạt động bán hàng hoặc loại bỏ các hoạt động làm ăn không có lãi hoặc không mang tính mầu chốt, để tập trung vào những hoạt động mang lại giá trị cao.

- Đưa ra những phân tích về hệ thống quản trị và điều hành doanh nghiệp, đồng thời cung cấp những đánh giá về năng lực đối với một số các vị trí nhân lực chủ chốt.

- Một dự án “Xác định giá trị doanh nghiệp” toàn diện và thành công sẽ đem lại những hiệu quả tích cực do đội ngũ chuyên gia tư vấn sẽ phát hiện ra những khu vực làm ăn hiệu quả của công ty, từ đó sẽ đưa ra được những giải pháp phát huy tối đa hiệu quả điểm mạnh đó để gia tăng giá trị cho các cổ đông và chủ doanh nghiệp.

1.2.2 Các yếu tố ảnh hưởng tới định giá doanh nghiệp

Có các yếu tố khác nhau ảnh hưởng tới việc định giá doanh nghiệp. Các yếu tố này ảnh hưởng tới cách tiếp cận và phương pháp định giá áp dụng trong các trường hợp định giá doanh nghiệp cụ thể. Có thể chia các yếu tố này thành yếu tố chủ quan và khách quan.

a) Các yếu tố chủ quan ảnh hưởng tới định giá doanh nghiệp

- Mục đích định giá:

Định giá doanh nghiệp có thể vì các mục đích khác nhau như chuyển giao doanh nghiệp (M&A, chia nhỏ...), tài chính và tín dụng, phát triển doanh nghiệp và đầu tư, nhu cầu pháp lý hay quản lý kinh tế vĩ mô.

- Người định giá: Năng lực và kinh nghiệm chuyên môn, Đạo đức nghề nghiệp

b) Các yếu tố khách quan ảnh hưởng tới định giá doanh nghiệp

- Các yếu tố thuộc về nội tại doanh nghiệp gồm (1) các yếu tố mang tính vật chất của doanh nghiệp, (2) các yếu tố về tình trạng pháp lý của doanh nghiệp, (3) các yếu tố mang tính kinh tế- tài chính của doanh nghiệp.

- Các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp như tình hình kinh tế, chính trị, văn hóa- xã hội....

1.3 Các phương pháp định giá doanh nghiệp

1.3.1 Cơ sở giá trị của định giá doanh nghiệp

Cơ sở của giá trị trong định giá doanh nghiệp gồm giá trị công bằng, giá trị công bằng trên thị trường, giá trị đầu tư, giá trị đang hoạt động, giá trị thanh lý.

• Giá trị công bằng:

Là giá chuẩn của tài sản được luật pháp quy định và áp dụng trong những trường hợp giao dịch, mua bán nhất định; do đó nói đến giá trị công bằng là phải nói đến hoàn cảnh áp dụng mức giá đó.

• Giá trị công bằng trên thị trường (giá trị thị trường):

Là giá trị tài sản giả thiết sẽ được trao đổi, mua bán giữa một bên là người mua sẵn sàng mua với một bên là người bán sẵn sàng bán trong một giao dịch mua bán trên thị trường công khai, trong đó cả người mua và người bán đều có đủ thông tin về tài sản, hành động khôn ngoan và không chịu bất kỳ sức ép nào. Đây là cơ sở giá trị quan trọng nhất trong định giá doanh nghiệp.

Thông thường việc định giá doanh nghiệp dựa trên cơ sở giá trị thị trường, nếu không có yêu cầu đặc biệt gì khác từ phía khách hàng

- **Giá trị đầu tư:**

Giá trị đầu tư là giá trị của một tài sản đối với một hoặc một nhóm nhà đầu tư nào đó theo những mục tiêu đầu tư đã xác định. Nói cách khác, giá trị đầu tư là giá trị tài sản đối với một nhà đầu tư cụ thể, căn cứ vào những phán đoán, đánh giá và kỳ vọng của anh ta.

Giá trị đầu tư là khái niệm mang tính chủ quan liên quan đến những tài sản cụ thể đối với một nhà đầu tư riêng biệt, một nhóm các nhà đầu tư hoặc một tổ chức với những mục tiêu hoặc tiêu chí đầu tư xác định.

Giá trị đầu tư của một tài sản có thể cao hơn hoặc thấp hơn giá trị thị trường của tài sản đó. Tuy nhiên giá trị thị trường có thể phản ánh nhiều đánh giá riêng biệt về giá trị đầu tư vào một tài sản cụ thể.

- **Giá trị hoạt động kinh doanh:**

Giá trị hoạt động kinh doanh là giá trị doanh nghiệp kỳ vọng tiếp tục kinh doanh trong tương lai.

Khi giả thiết về giá trị hoạt động kinh doanh liên tục trong định giá, thì các người định giá xem xét doanh nghiệp như một đơn vị sẽ tiếp tục hoạt động mãi mãi. Giả thiết hoạt động kinh doanh liên tục là sự ngược lại với giả thiết thanh lý. Việc đưa ra giả thiết hoạt động kinh doanh liên tục cho phép doanh nghiệp được định giá cao hơn giá trị thanh lý và đưa ra giá trị thực tế của doanh nghiệp.

- **Giá trị thanh lý:**

Giá trị thanh lý là giá trị ước tính khi bán doanh nghiệp không còn tiếp tục hoạt động.

Trong thanh lý, giá trị của phần lớn tài sản vô hình (ví dụ lợi thế thương mại) có chiều hướng bằng không, và giá trị của tất cả tài sản hữu hình thể hiện môi trường thanh lý. Các chi phí đi kèm với việc thanh lý (phí bán, hoa hồng, thuế, các chi phí kết thúc hoạt động khác, chi phí hành chính trong quá trình kết thúc hoạt động, và các khoản lỗ giá trị hàng tồn kho) cũng được tính và khấu trừ vào giá trị doanh nghiệp ước tính.

1.3.2 Các nguyên tắc định giá doanh nghiệp

Trong định giá doanh nghiệp, thường sử dụng các nguyên tắc sau:

- a. Nguyên tắc sử dụng tốt nhất và có hiệu quả nhất

Để ước tính được giá trị thị trường của doanh nghiệp thì giá trị doanh nghiệp phải được định giá trên cơ sở sử dụng hợp lý các nguồn lực để tạo ra hiệu quả sử dụng cao nhất và tốt nhất, không chỉ dựa trên sự sử dụng hiện tại nếu như sự sử dụng hiện tại chưa phải là cao nhất và tốt nhất.

b. Nguyên tắc cung cầu

Giá trị của tài sản được xác định bởi các quan hệ cung và cầu của tài sản đó trên thị trường. Ngược lại, giá trị của tài sản đó cũng tác động đến cung và cầu của tài sản. Giá trị của tài sản thay đổi tỷ lệ thuận với cầu và tỷ lệ nghịch với cung của tài sản. Khi định giá một doanh nghiệp phải đặt nó trong sự tác động của các yếu tố cung cầu.

c. Nguyên tắc đóng góp

Giá trị của doanh nghiệp luôn có sự đóng góp bởi các yếu tố hình thành, bao gồm: cơ sở vật chất, nguồn lực tài chính, nguồn lực con người cũng như môi trường hoạt động. Do vậy khi định giá doanh nghiệp cần xem xét đánh giá toàn diện các yếu tố này. Và khi định giá doanh nghiệp phải ước tính đầy đủ giá trị tài sản hữu hình và giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp.

d. Nguyên tắc dự tính lợi ích tương lai

Giá trị của một tài sản được quyết định bởi những lợi ích mà nó sẽ mang lại cho người sử dụng. Do vậy, khi định giá doanh nghiệp phải dự kiến được các khoản lợi ích trong tương lai mà doanh nghiệp có thể đem lại cho các chủ thể làm cơ sở ước tính giá trị doanh nghiệp.

Thu nhập được chuyển hóa thành giá trị bằng cách vốn hóa trực tiếp thu nhập ròng hoặc phân tích theo dòng tiền chiết khấu, hay phương pháp cổ tức, trong đó dòng tiền ước tính nhận được trong tương lai được chuyển hóa thành giá trị hiện tại bằng cách áp dụng tỷ suất chiết khấu.

1.3.3 Các cách tiếp cận giá trị doanh nghiệp và phương pháp định giá doanh nghiệp

Để định giá doanh nghiệp có ba cách tiếp cận về giá trị doanh nghiệp gồm cách tiếp cận chi phí, cách tiếp cận thu nhập và cách tiếp cận so sánh thị trường.

a) Cách tiếp cận tài sản (Asset Approach)

Dựa trên cơ sở chi phí tạo ra một doanh nghiệp có những tài sản tương đương với doanh nghiệp cần định giá. Theo đó, giá trị doanh nghiệp được xác định bằng cách ước tính giá trị thị trường của tất cả các tài sản của doanh nghiệp.

Cách tiếp cận tài sản là cơ sở của phương pháp tài sản trong định giá doanh nghiệp. Phương pháp tài sản trong định giá doanh nghiệp là phương pháp ước tính giá trị của doanh nghiệp dựa trên giá trị thị trường của tổng tài sản của doanh nghiệp. Phương pháp này cung cấp mức “giá sàn” để quyết định giá trị doanh nghiệp. Tuy vậy, phương pháp này không phù hợp để định giá tài sản vô hình (sở hữu trí tuệ, bản quyền tác giả,...). Trong trường hợp liên quan tới các tài sản vô hình, phương pháp tài sản cần ứng dụng

thêm phương pháp khác, thông thường phương pháp chiết khấu dòng thu nhập, để xác định được giá trị doanh nghiệp.

b) Cách tiếp cận thu nhập (Income Approach)

Cách tiếp cận thu nhập dựa trên cơ sở vốn hóa các khoản thu nhập mà doanh nghiệp mang lại trong tương lai. Cách tiếp cận thu nhập là cơ sở của phương pháp chiết khấu thu nhập và dòng tiền trong định giá doanh nghiệp.

Tuỳ theo đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp, chủ thể nhận được thu nhập mà người định giá áp dụng phương pháp chiết khấu khác nhau: phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần, phương pháp chiết khấu dòng cổ tức, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do.

Khi áp dụng các phương pháp các phương pháp chiết khấu trên đều phải dùng kỹ thuật chiết khấu để hiện giá dòng tiền ròng về thời điểm hiện tại bằng tỷ suất chiết khấu. Với ý nghĩa đó, khi định giá doanh nghiệp bằng cách chiết khấu các dòng tiền khác nhau trên thì phải sử dụng các tỷ suất chiết khấu phù hợp với dòng tiền đó.

c) Tiếp cận từ thị trường (Market Approach)

Cách tiếp cận thị trường dựa trên cơ sở giá trị của các doanh nghiệp tương tự với doanh nghiệp cần định giá để làm căn cứ xác định giá trị doanh nghiệp định giá. Doanh nghiệp tương tự là doanh nghiệp có các đặc trưng cơ bản tương đồng với doanh nghiệp cần định giá về ngành nghề kinh doanh, đặc trưng kinh tế- kỹ thuật: quy mô, tài sản...

Cách tiếp cận thị trường là cơ sở của phương pháp so sánh trong định giá. Phương pháp so sánh thị trường là cách ước tính giá trị của một doanh nghiệp, bằng cách tiêu chuẩn hóa sự khác nhau giữa doanh nghiệp định giá với doanh nghiệp so sánh để tìm ra giá trị của doanh nghiệp cần định giá.

Tuỳ vào đặc điểm doanh nghiệp, sự tin cậy và khả năng sử dụng các tài liệu, mục đích định giá mà người định giá sử dụng các cách tiếp cận giá trị và phương pháp định giá doanh nghiệp cụ thể khác nhau. Mỗi cách tiếp cận, phương pháp định giá đều có ưu điểm và nhược điểm riêng. Không có một phương pháp nào chính xác tuyệt đối, chỉ có phương pháp thích hợp nhất, các phương pháp khác có thể được sử dụng để kiểm tra kết quả của phương pháp thích hợp nhất. Thực tế, người ta thường sử dụng từ kết hợp các phương pháp định giá, và kết quả xác định giá trị doanh nghiệp thường là bình quân theo trọng số của từng phương pháp.

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG

1. Nêu khái niệm, đặc trưng của doanh nghiệp.
2. Phân tích khái niệm giá trị doanh nghiệp, định giá doanh nghiệp.
3. Nêu và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.
4. Nêu và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến định giá doanh nghiệp.

5. Trình bày cơ sở lý luận và nội dung của các nguyên tắc định giá doanh nghiệp. Lấy ví dụ minh họa.

6. Nêu các cách tiếp cận để xây dựng các phương pháp định giá doanh nghiệp. Người định giá dựa trên cơ sở nào để lựa chọn phương pháp phù hợp khi định giá doanh nghiệp?

TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG

Bộ Tài chính, 2016, *Thẩm định giá doanh nghiệp*, Tài liệu bồi dưỡng kiến thức ngắn hạn nghiệp vụ thẩm định giá.

Nguyễn Minh Điện, 2010, *Thẩm định giá Tài sản và Doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Thông kê, Hà Nội.

Nguyễn Minh Hoàng, 2008, *Nguyên lý chung định giá tài sản và giá trị doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Lao động - Xã hội, Hà Nội.

Đoàn Văn Trường, 2004, *Các phương pháp định giá trị máy móc và thiết bị*, Nhà xuất bản Khoa học và Kỹ thuật, Hà Nội.

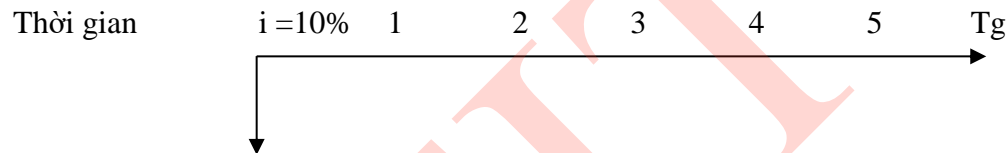
CHƯƠNG 2. NHỮNG VẤN ĐỀ TÀI CHÍNH TRONG ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

2.1 Giá trị theo thời gian của tiền

Giá trị theo thời gian (Time Value of Money- TVM) của tiền là một trong những nguyên tắc rất quan trọng trong quản trị tài chính. Vì tiền có giá trị theo thời gian nên người ta phải phân tích luồng tiền.

Thực tiễn của hoạt động kinh tế chỉ ra rằng một đồng tiền ngày hôm nay có giá trị cao hơn một đồng tiền trong tương lai, hay ngược lại, một đồng tiền trong tương lai có giá trị thấp hơn một đồng tiền ngày hôm nay. Ta còn biết rằng tỉ lệ lãi suất là giá của tiền tệ, nó phản ánh chi phí cơ hội mà người sử dụng tiền phải bỏ ra để thu được lợi nhuận.

Giá trị theo thời gian của tiền thường được biểu diễn bằng đường thời gian. Đường thời gian là một đường thẳng và được qui định như sau:



Dòng tiền -1.000.000

- Thời gian 0 là hôm nay (thời điểm hiện tại).
- Thời gian 1 là một giai đoạn kể từ hôm nay hay là cuối giai đoạn 1.
- Thời gian 2 là hai giai đoạn kể từ hôm nay hay là cuối giai đoạn thứ 2 .v.v... Nếu giai đoạn ở đây là 1 năm thì thời gian 0 là hôm nay thời gian 1 là cuối năm thứ 1, thời gian 2 là cuối năm thứ 2.v.v...

Dòng tiền (Cash Flow- CF) tức là một khoản tiền bỏ ra hoặc nhận được.

- Dòng tiền vào, là một khoản tiền thu được, nó mang dấu dương.
- Dòng tiền ra, là một khoản tiền chi ra, nó mang dấu âm.

Tỷ suất sinh lời hoặc lãi suất (Interest rate- i) của mỗi giai đoạn được ghi ở bên trên tương ứng. Ví dụ ngày hôm nay ta bỏ ra 1.000.000đ, lãi suất của giai đoạn 1 là 10%. Nếu lãi suất ở các giai đoạn 2,3,4... không đổi vẫn là 10% thì không cần ghi, nhưng nếu thay đổi thì phải ghi.

Giá trị theo thời gian của tiền được cụ thể hóa thành giá trị tương lai (FV) và giá trị hiện tại (PV) của tiền.

2.1.1 Giá trị tương lai của tiền

2.1.1.1 Giá trị tương lai của một khoản tiền

Giá trị tương lai (Future Value- FV) là giá trị một số tiền sẽ nhận được trong tương lai. Đó là một số tiền sẽ tăng lên nếu đầu tư với một tỷ lệ lãi suất nào đó, trong một

khoảng thời gian nhất định. Với ví dụ trên giá trị tương lai của 1.000.000đ sau 2 năm với tỷ lệ 10% là 1.210.000đ.

Ký hiệu : PV Là giá trị hiện tại của tổng số tiền ban đầu.

FV_n : là giá trị tương lai sau n kỳ hạn.

i : Là tỷ lệ lợi tức dự kiến (có thể là % hay số thập phân).

$$\text{Ta có } FV1 = PV(1+i) \quad (2.1)$$

$$\text{và } FV2 = PV(1+i)^2 \quad (2.2)$$

$$\text{Tương tự } FV_n = PV(1+i)^n \quad (2.3)$$

Với công thức trên ta có thể tính được giá trị tương lai của 1.000.000đ sau mỗi năm như sau:

$$FV1 = 1.000.000 (1+0,1) = 1.100.000đ$$

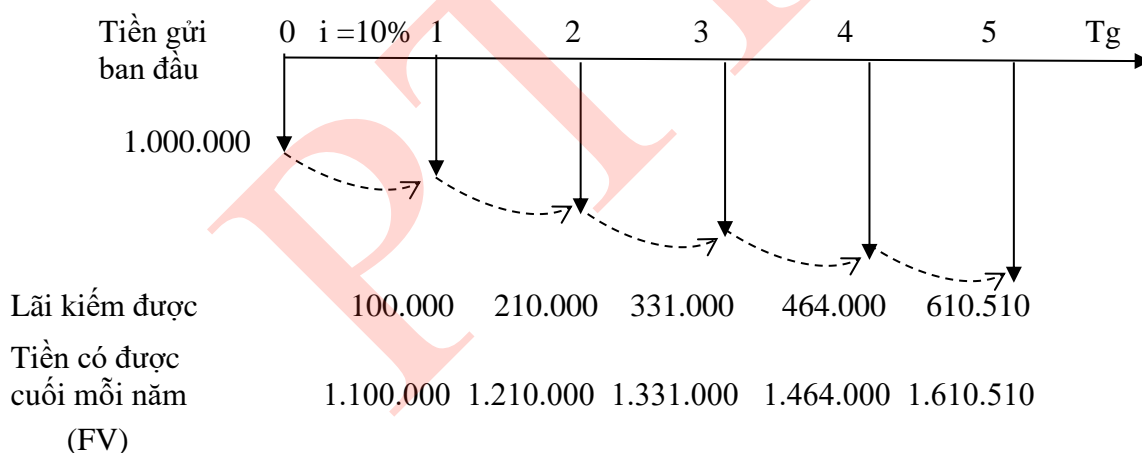
$$FV2 = 1.000.000 (1+0,1)^2 = 1.210.000đ$$

$$FV3 = 1.000.000 (1+0,1)^3 = 1.331.000đ$$

$$FV4 = 1.000.000 (1+0,1)^4 = 1.464.100đ$$

$$FV5 = 1.000.000 (1+0,1)^5 = 1.610.510đ$$

Ta có thể ghi trên đường thời gian như sau:



Số hạng $(1+i)^n$ được gọi là thừa số giá trị tương lai, ký hiệu $FVF(i,n)$. (The Future Value Factor – Tra ở bảng 1 phần phụ lục).

Khi $PV=1$ thì $FV_n = (1+i)^n$.

$$\text{Công thức (2.3) được viết lại thành } FV_n = PV.FVF(i,n) \quad (2.4).$$

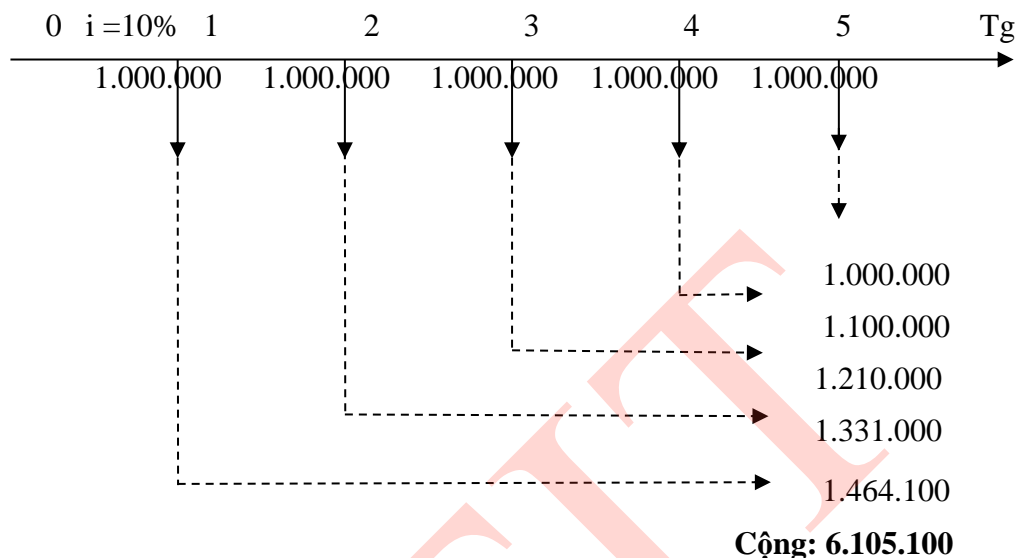
2.1.1.2 Giá trị tương lai của dòng tiền đều

Trong thực tế không phải lúc nào chúng ta cũng tính giá trị tương lai cho những khoản tiền riêng lẻ, thông thường chúng ta phải tính cho cả dòng tiền. Trong mục này ta

hãy xem xét giá trị tương lai của một dòng tiền tệ có những khoản tiền bằng nhau ở mỗi kỳ.

Giả sử một người có thu nhập hàng năm là 1 triệu và gửi 1 triệu đó vào tiết kiệm BĐ, thời điểm cuối mỗi năm và người đó thực hiện điều này trong 5 năm liên tục và lãi xuất hàng năm là 10%. Người đó sẽ có bao nhiêu tiền vào cuối năm thứ 5.

Ta có:



$$FV = 1.000.000 + 1.000.000 (1+0,1)^1 + 1.000.000 (1+0,1)^2 + 1.000.000 (1+0,1)^3 + 1.000.000 (1+0,1)^4 = \mathbf{6.105.100}$$

Nếu ta ký hiệu khoản thu nhập hàng năm là CF (Cash Flow) i là lãi suất, số năm là n và giá trị tương lai của dòng tiền tệ đều n năm là $FVAn$ (The Future Value of Annuity) ta có công thức:

$$FVAn = CF + CF(1+i) + CF(1+i)^2 + \dots + (CF(1+i)^{n-1}).$$

$$\text{Hay } FVAn = CF[1+(1+i)+(1+i)^2 + \dots + (1+i)^{n-1}]$$

Biểu thức $1 + (1+i) + (1+i)^2 + \dots + (1+i)^{n-1}$ được gọi là thừa số giá trị tương lai của dòng tiền tệ đều $FVFA(1,n)$. – Tra ở bảng 2 Phụ lục.

$$\text{Và ta có } FVAn = CF.FVFA(i,n) \quad (2.5).$$

Người ta cũng có thể tính $FVAn$ bằng công thức sau:

$$FVAn = CF \sum_{t=1}^n (1+i)^{n-t} \quad (2.6).$$

$$\text{Hay } FVAn = CF. \frac{(1+i)^n - 1}{i} \quad (2.7)$$

2.1.1.3 Giá trị tương lai của dòng tiền biến thiên

Trong thực tiễn sản xuất kinh doanh, diễn biến của những khoản thu nhập hay chi phí không phải lúc nào cũng đều đặn mà nó còn phụ thuộc vào thị trường, vào mùa vụ, vào đặc điểm của quá trình sản xuất kinh doanh, từ đó sẽ xuất hiện dòng tiền tệ biến thiên.

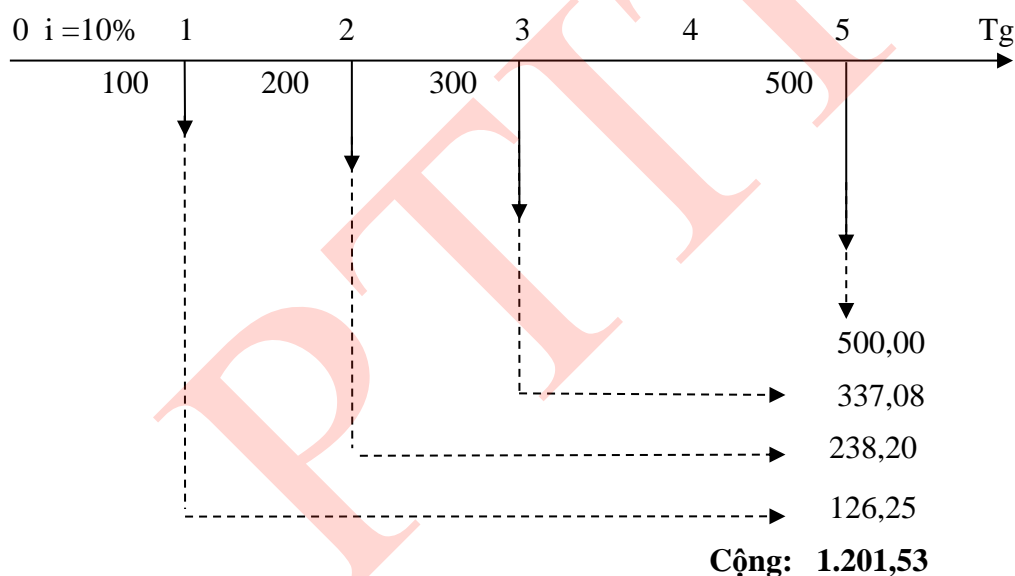
Để tính giá trị tương lai ta có thể xét ví dụ sau:

Công ty A dự định đầu tư một xưởng chế biến gạo, công ty dự kiến đầu tư liên tục trong 5 năm, bỏ vốn vào cuối mỗi năm với số vốn lần lượt là: 100 đơn vị, 200 đơn vị, 300 đơn vị, 0 đơn vị, 500 đơn vị (đơn vị là triệu đồng). Vậy tổng giá trị đầu tư tính đến năm thứ 5 là bao nhiêu. Lãi suất tài trợ là 6% năm.

Nếu kí hiệu những khoản đầu tư hàng năm là CF ta có:

$$FV_n = CF_n + CF_{n-1}(1+i) + CF_{n-2}(1+i)^2 + \dots + CF_2(1+i)^{n-2} + CF_1(1+i)^{n-1}.$$

$$\text{Hay: } FV_n = \sum_{t=1}^n CF_t(1+i)^{n-t} \quad (2.8)$$



2.1.2 Giá trị hiện tại của tiền

2.1.2.1 Giá trị hiện tại của một khoản tiền

Trong quản lý tài chính, chúng ta có thể có những dòng tiền khác nhau dự kiến chi phí hoặc thu nhập trong tương lai. Chúng ta không thể nào so sánh được những giá trị trong tương lai khác nhau với nhau và do vậy không thể có cơ sở trong việc lựa chọn đánh giá các phương án. Điều đó đặt ra vấn đề phải tính toán giá trị hiện tại (Present Value-PV).

Từ công thức (2.1) $FV_1 = PV(1+i)$.

$$\text{Ta có } PV = \frac{FV_1}{1+i}$$

Ví dụ: Để có 1.100.000đ vào cuối năm, ngay đầu năm phải gửi vào tiết kiệm BĐ là bao nhiêu (Lãi suất 10% năm)?

Số tiền gửi là:

$$\frac{1.100.000}{1 + 0,1} = 1.000.000\text{đ}$$

Một cách tổng quát ta sẽ có:

$$PV = \frac{FV_n}{(1+i)^n} \quad (2.9)$$

$$\text{Hay } PV = \frac{1}{(1+i)^n} FV_n$$

Trong đó : $\frac{1}{(1+i)^n} = PVF(i,n)$ được gọi là thừa số lãi hay thừa số giá trị hiện tại với tỷ lệ chiết khấu i và n kỳ hạn. – Tra ở bảng 2, phụ lục.

Ta có $PV = FV_n \cdot PVF(i,n)$

Như vậy, muốn tìm giá trị hiện tại của một khoản tiền trong tương lai, chúng ta chỉ việc đem giá trị trong tương lai nhân với thừa số giá trị hiện tại tương ứng. Thừa số giá trị hiện tại có thể được tính bằng máy tính tài chính hoặc tra bảng phụ lục.

2.1.2.2 Giá trị hiện tại của dòng tiền đều

$$PVA_n = CF \sum_{t=1}^n \left(\frac{1}{1+i} \right)^t \quad (2.10)$$

Biểu thức :

$$\left(\frac{1}{1+i} \right) + \left(\frac{1}{1+i} \right)^2 + \dots + \left(\frac{1}{1+i} \right)^n$$

Gọi là thừa số giá trị hiện tại của dòng tiền đều - PVFA(i,n) (Present - Value Factor of Annuity - Tra ở bảng 4).

$$\begin{aligned} PVFA(i, n) &= \left(\frac{1}{1+i} \right) + \left(\frac{1}{1+i} \right)^2 + \dots + \left(\frac{1}{1+i} \right)^n \\ &= PVF(i,1) + PVF(i,2) + \dots + PVF(i,n). \end{aligned} \quad (2.11)$$

Chúng ta có thể tính hoặc tra bảng PVFA(i,n) với những giá trị khác nhau của i và n .

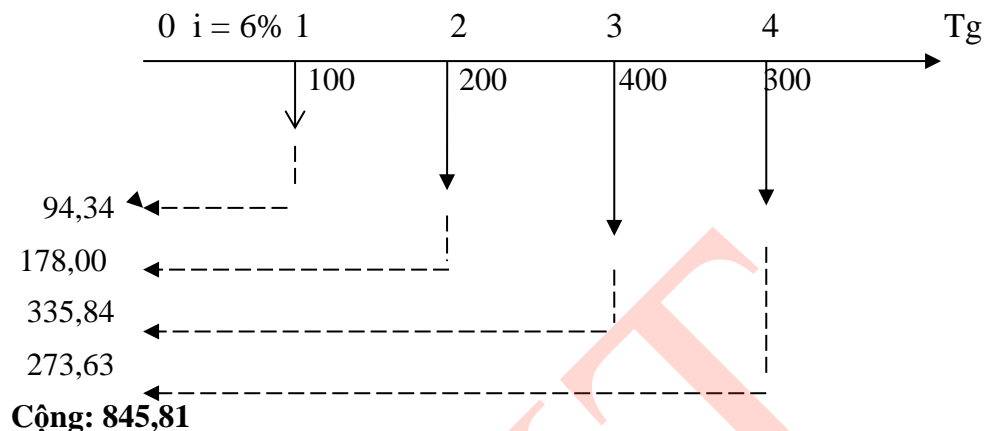
Lúc đó công thức 2.14 sẽ trở thành:

$$PVA_n = CF \cdot PVFA(i,n) \quad (2.12)$$

2.1.2.3 Giá trị hiện tại của dòng tiền tệ biến thiên

So với dòng tiền tệ đều, dòng tiền tệ biến thiên ta gặp rất nhiều trong thực tế.

Ví dụ: Một dự án đầu tư theo phương thức chia khoá trao tay có các khoản thu dự kiến ở cuối năm thứ 1 là 100 triệu đ, cuối năm thứ 2 là 200 triệu đ, cuối năm thứ 3 là 400 triệu đ, cuối năm thứ 4 là 300 triệu. Tỷ lệ chiết khấu của dự án là 6% năm. Hỏi giá trị hiện tại dòng thu của dự án?



Như vậy:

$$PV_4 = \frac{100}{(1+0,06)^1} + \frac{200}{(1+0,06)^2} + \frac{400}{(1+0,06)^3} + \frac{300}{(1+0,06)^4} = 845,81 \text{ triệu}$$

Hay ta có:

$$PV_4 = 100.(PV(6\%,1)) + 200.(PV(6\%,2)) + 400.(PV(6\%,3)) + 300.(PV(6\%,4))$$

Tra bảng phụ lục ta tìm được $PV(i,n)$

Ta cũng có $PV_4 = 845,81$ triệu.

Tổng quát để tính giá trị hiện tại của một dòng tiền ta có công thức:

$$PV_n = \sum_{t=1}^n CF_t \left(\frac{1}{1+i} \right)^t \quad (2.13)$$

2.1.2.4 Giá trị hiện tại của dòng tiền đều vô hạn

Trong thực tế, các khoản thu nhập từ một dự án đầu tư nào đó có thể là một số hữu hạn. Điều đó có thể do đặc điểm kinh tế kỹ thuật của quá trình sản xuất kinh doanh, do tuổi thọ của sản phẩm.vv... nên bao giờ người ta cũng chỉ dự kiến khoản thu sau một số năm hữu hạn. Tuy nhiên khi đầu tư mua cổ phiếu của một công ty: Về mặt nguyên tắc, thu nhập từ lợi tức cổ phần là khoản thu nhập vĩnh viễn, bởi vì vốn đầu tư đã bỏ vào công ty thì không thể rút ra được. Điều đó có nghĩa là nếu công ty còn tồn tại, cổ đông còn được hưởng lợi tức cổ phần. Do vậy việc xác định giá trị hiện tại của một dòng tiền tệ vô hạn là một vấn đề được đặt ra trong thực tế.

Từ công thức (2.13) ta có :

$$PVFA(i, \infty) = \left(\frac{1}{1+i} \right)^1 + \left(\frac{1}{1+i} \right)^2 + \dots + \left(\frac{1}{1+i} \right)^n$$

Hệ số $PVFA(i, \infty)$ là giá trị hiện tại của một đơn vị tiền thu nhập hàng năm và là một cấp số nhân, với công bội q thoả mãn:

$$0 < q = \frac{1}{1+i} < 1$$

Vì $i > 0$ nên cấp số nhân có xu hướng trở thành một giá trị hữu hạn.

$$PVFA(i, \infty) = \left(\frac{1}{1+i} \right) \left(\frac{1}{1 - \frac{1}{1+i}} \right) = \frac{1}{i}$$

Do vậy giá trị hiện tại của một dòng tiền đều vô hạn bằng:

$$PVA_n = \frac{CF}{i} \quad (2.14)$$

2.2 Tỷ suất sinh lời và rủi ro

2.2.1 Tỷ suất sinh lời

Mục tiêu của nhà đầu tư là sinh lời. Mức sinh lời được đo bằng sự thay đổi giá trị của tài sản đầu tư cộng với thu nhập từ tài sản trong quá trình nắm giữ.

Ví dụ: Một người mua một cổ phiếu với giá 60.000 đồng. Sau một năm bán được 66.000 đồng và nhận được thêm 5.000 đồng cổ tức. Vậy mức sinh lời tuyệt đối của khoản đầu tư cổ phiếu của người này là:

$$\text{Mức sinh lời} = 66.000 - 60.000 + 5.000 = 11.000 \text{ đồng}$$

Cũng với ví dụ trên, nếu giá cổ phiếu sau một năm chỉ còn 50.000 đồng, thì

$$\text{Mức sinh lời} = 50.000 - 60.000 + 5.000 = -5.000 \text{ đồng}$$

Trường hợp này nhà đầu tư bị lỗ 5.000 đồng do giá cổ phiếu bị giảm.

Cũng lưu ý rằng, tài sản trong ví dụ tại thời điểm 1 năm sau không nhất thiết phải đem bán, mà giá trên thị trường đã khẳng định mức sinh lời (lỗ) của nhà đầu tư. Nhà đầu tư muốn có tiền (hoặc chấp nhận lỗ) chỉ cần mang tài sản đó ra bán trên thị trường. Nếu nhà đầu tư không bán tài sản cũng tức là nhà đầu tư tiếp tục đầu tư vào tài sản đó.

Thông thường mức sinh lời sẽ được tính bằng số tương đối (%) để nhìn thấy hiệu quả của việc đầu tư. Trường hợp này ta gọi là tỷ suất sinh lời.

$$\text{Tỷ suất sinh lời} = \frac{\text{Thu nhập về tài sản} + \text{Thay đổi giá tài sản}}{\text{Giá của tài sản đầu kỳ}} \quad (2.15)$$

Trong ví dụ trên:

$$\text{Tỷ suất sinh lời} = \frac{5.000 + 6.000}{60.000} = 18,33\%$$

Cũng có thể tính tỷ suất sinh lời bằng công thức:

$$\text{Tỷ suất sinh lời} = \text{Tỷ suất lợi tức thu nhập} + \text{Tỷ suất lợi tức vốn đầu tư} \quad (2.16)$$

Trong ví dụ trên:

$$\text{Tỷ suất sinh lời} = \frac{5.000}{60.000} + \frac{6.000}{60.000} = 18,33\%$$

Kết quả trên cho thấy nhà đầu tư bỏ ra 1 đồng vốn đầu tư đầu năm, thì cuối năm sẽ thu được 1,833 đồng và khi đầu tư càng nhiều thì mức sinh lời tuyệt đối càng nhiều. Trong thực tế, hầu như các nhà đầu tư chỉ quan tâm tới tỷ suất sinh lời.

2.2.2 *Rủi ro*

a) Khái niệm rủi ro

Rủi ro thông thường được định nghĩa là khả năng mà một sự kiện không thuận lợi nào đó sẽ xuất hiện. Chẳng hạn, một người nào đó đánh cuộc về đua ngựa hay đá bóng, khi bị thua cuộc có nghĩa là rủi ro xảy ra. Trong phần này, chúng ta chỉ đề cập tới rủi ro đối với các tài sản tài chính.

Giả sử một nhà đầu tư mua 100 triệu đồng trái phiếu ngắn hạn của chính phủ với lãi suất 10%. Trường hợp này, khoản đầu tư xem như ít rủi ro, thậm chí không có rủi ro. Tuy nhiên, nếu 100 triệu đồng này được đầu tư mua cổ phiếu của một công ty nào đó thì có thể phỏng đoán chính xác lãi suất đầu tư là bao nhiêu? Một người nào đó có thể phân tích tình hình và kết luận rằng tỷ lệ sinh lời mong đợi theo thống kê là 20%, nhưng nhà đầu tư nhận định rằng tỷ lệ sinh lời thực tế có thể dao động từ 200% tới -100%. Như vậy, việc mua cổ phiếu là rất mạo hiểm và số cổ phiếu này được xem như khá rủi ro.

Rủi ro đầu tư liên quan tới xác suất tỷ suất sinh lời thực tế ít hơn tỷ suất sinh lời mong đợi. Xác suất này càng cao thì rủi ro đầu tư tài sản càng lớn.

b) Đo lường rủi ro

Tỷ suất sinh lời kỳ vọng

Vì không biết chắc chắn về tỷ suất sinh lời tương lai của một khoản đầu tư nên tỷ suất sinh lời thường được đề cập như một đại lượng ngẫu nhiên. Đại lượng ngẫu nhiên là một đại lượng mà trong kết quả của phép thử sẽ nhận một và chỉ một trong các giá trị có thể của nó với một xác suất tương ứng xác định. Bất kỳ một hình thức nào cho phép biểu diễn mối quan hệ giữa các giá trị có thể có của đại lượng ngẫu nhiên và xác suất tương ứng đều được gọi là quy luật phân phối xác suất của đại lượng ngẫu nhiên ấy.

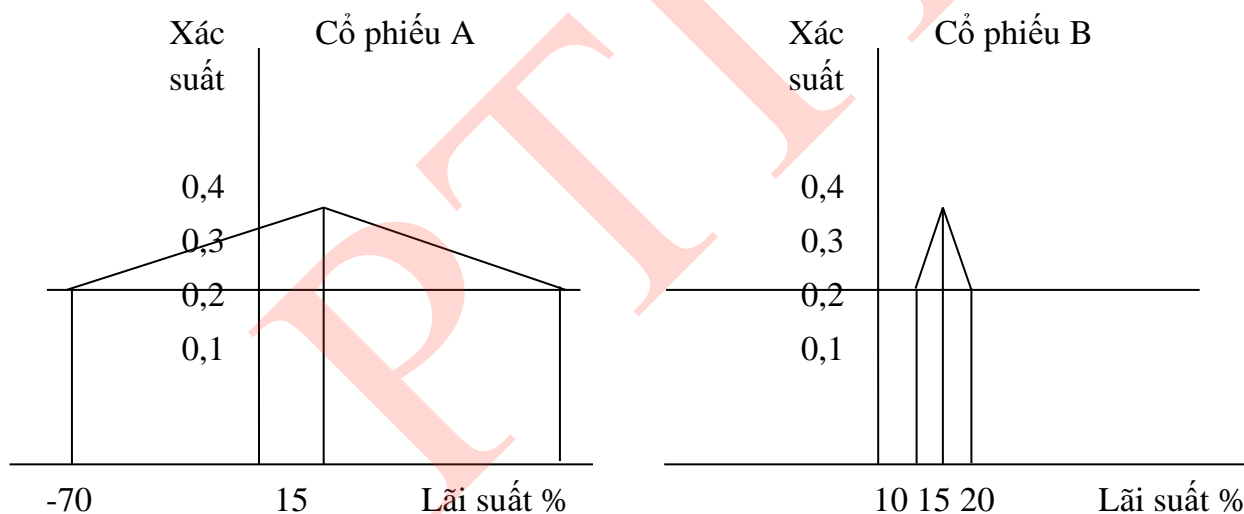
Trong thực tế, người ta thường sử dụng ba phương pháp để thiết lập quy luật phân phối xác suất của đại lượng ngẫu nhiên là (1) bảng phân phối xác suất, (2) hàm phân phối xác suất, và (3) hàm mật độ xác suất.

Ví dụ về bảng phân phối xác suất của tỷ lệ sinh lời của hai cổ phiếu A và B

Bảng 2-1. Bảng phân phối xác suất của tỷ lệ sinh lời của hai cổ phiếu A và B

Tình trạng kinh tế	Xác suất của tình trạng kinh tế	Tỷ lệ sinh lời của cổ phiếu nếu tình trạng kinh tế xuất hiện	
		Cổ phiếu A	Cổ phiếu B
Hưng thịnh	0,3	100%	20%
Bình thường	0,4	15%	15%
Suy thoái	0,3	(-70%)	10%
	1,0		

Từ bảng, ta có thể biểu diễn bằng đồ thị như hình sau:



Hình 2-1. Quan hệ giữa tỷ suất sinh lời của cổ phiếu và xác suất

Tỷ suất sinh lời dự kiến (mong đợi) là tỷ suất sinh lời đối với một khoản đầu tư mà người đầu tư kỳ vọng sẽ xảy ra trong thực tế.

Nếu ký hiệu \bar{R} là tỷ suất sinh lời dự kiến, R_1, R_2, \dots, R_n là các tỷ suất sinh lời thứ i có thể xảy ra ($i=1, n$) và p_1, p_2, \dots, p_n là các xác suất tương ứng.

Ta có:

$$\bar{R} = p_1 R_1 + p_2 R_2 + \dots + p_n R_n = \sum_{i=1}^n p_i R_i \quad (2.17)$$

Trở lại ví dụ trên, tỷ suất sinh lời dự kiến của cổ phiếu A và B là:

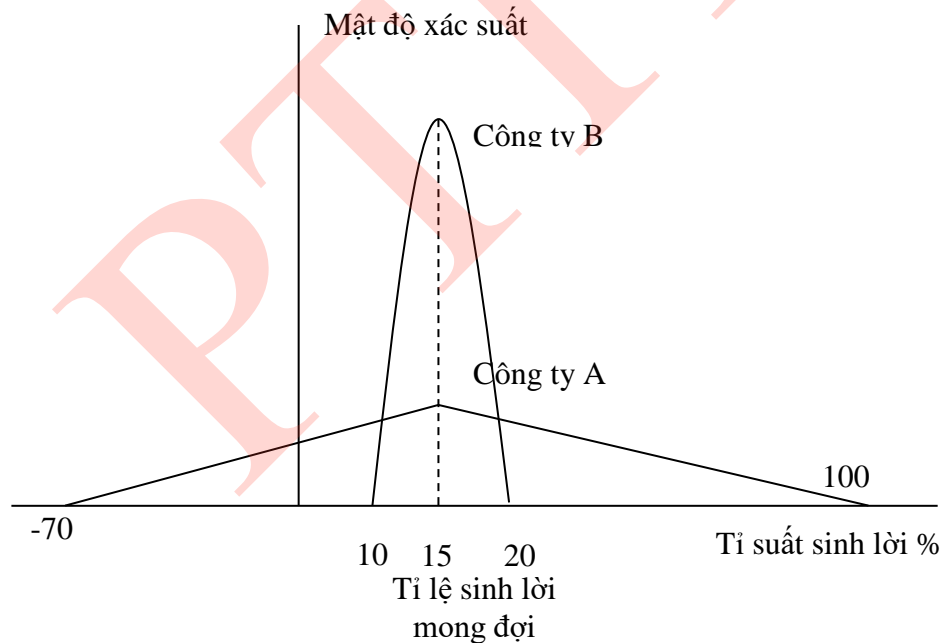
$$\bar{R}_A = 0,3 \times 100\% + 0,4 \times 15\% + 0,3 \times (-70\%) = 15\%$$

$$\bar{R}_B = 0,3 \times 20\% + 0,4 \times 15\% + 0,3 \times 10\% = 15\%$$

Như vậy giá trị trung bình kỳ vọng của tỷ suất sinh lời của hai cổ phiếu bằng nhau.

Ở trên ta đã giả sử có ba khả năng trong nền kinh tế, nhưng trên thực tế nền kinh tế có thể đi từ cực kỳ suy thoái đến cực kỳ hưng thịnh và hai thái cực có không hạn chế các khả năng có thể xảy ra. Dù thế nào đi chăng nữa ta cũng cần lưu ý rằng, tổng xác suất của tất cả các khả năng có thể xảy ra luôn bằng 1.

Trở lại ví dụ trên ta có thể thay đổi giả sử ban đầu rằng có xác suất bằng 0 đối với tỷ suất sinh lời cổ phiếu A khi lãi suất này nhỏ hơn -70% hay lớn hơn 100% ? Và tương tự ta cũng giả sử xác suất bằng 0 trong trường hợp nó nhỏ hơn 10% hay lớn hơn 20% . Ta có thể biểu diễn hai trường hợp này bằng đồ thị đường liên nét của hàm mật độ xác suất như hình (2.2)



Hình 2-2. Mật độ phân bố xác suất của hai cổ phiếu

Sự phân bố xác suất càng chặt chẽ hoặc đường biểu diễn sự phân bố đó càng cao (như trường hợp cổ phiếu công ty B) thì tỷ suất sinh lợi thực tế càng có khả năng gần với tỷ suất sinh lợi mong đợi. Điều này chứng tỏ cổ phiếu của công ty B ít rủi ro hơn.

Như vậy sự chặt chẽ trong phân bố xác suất phản ánh mức độ rủi ro của một cổ phiếu.

Đo lường rủi ro bằng độ lệch chuẩn

Độ lệch chuẩn của một đại lượng ngẫu nhiên đo lường độ phân tán hay sự biến động xung quanh giá trị kỳ vọng. Khi áp dụng đối với tỉ suất sinh lời trong đầu tư, độ lệch chuẩn được dùng để đo lường sự rủi ro của cổ phiếu.

Độ lệch chuẩn được ký hiệu bằng σ (Sigma) và nó bằng căn bậc hai của phương sai Var (Variance).

$$\text{Var} = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n (k_i - k_R)^2 P_i \quad (2.18)$$

k_i là tỉ suất sinh lời thứ i .

p_i là xác suất tương ứng thứ i .

k_R là tỉ suất sinh lời dự kiến

$$\text{và ta có } \sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (k_i - k_R)^2 \cdot P_i} \quad (2.19)$$

Độ lệch chuẩn càng lớn thì rủi ro của cổ phiếu càng cao.

Bảng 2-2. Phương sai và độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lời của cổ phiếu A

Tình trạng nền kinh tế (1)	Xác suất (P) (2)	Tỉ suất sinh lời % (3)	$p.k$ (4) = (2).(3)	$k - k_R$ (5)	$(k - k_R)^2$ (6)	$p (k - k_R)^2$ (7) = (2).(6)
Hưng thịnh	0,3	100	30	85	7.225	2167,5
Bình thường	0,4	15	6	0	0	0
Suy thoái	0,3	-70	-21	-85	7.225	2167,5
	1,0		$k_R = 15$	0	14.450	4335

$$\sigma_A = \sqrt{p(k - k_R)^2} = \sqrt{4335} = 65,84\% = 0,6584$$

Bảng 2-3. Phương sai và độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lời của cổ phiếu B

Tình trạng nền kinh tế (1)	Xác suất (P) (2)	Tỉ suất sinh lời % (3)	p.k (4) = (2).(3)	k - k _R (5)	(k - k _R) ² (6)	p (k - k _R) ² (7) = (2).(6)
Hưng thịnh	0,3	20	6	5	25	7,5
Bình thường	0,4	15	6	0	0	0
Suy thoái	0,3	10	3	-5	25	7,5
	1,0		15	0	50	15

$$\sigma_B = \sqrt{p \cdot (k - k_R)^2} = \sqrt{15} = 3,87\% = 0,387$$

Từ bảng 2.2 và 2.3 cho thấy độ lệch chuẩn của cổ phiếu A lớn hơn. Điều đó phản ánh phân bố xác suất về tỉ suất sinh lời của cổ phiếu A phân tán hơn cũng tức là rủi ro của cổ phiếu A lớn hơn cổ phiếu B.

1.1.1 Quan hệ giữa rủi ro và tỉ suất sinh lời

Giả sử một người nào đó có 100 triệu đồng và muốn đầu tư, người đó có thể mua chứng khoán của chính phủ với lãi suất 10%. Cuối năm họ sẽ có 110 triệu đồng một cách chắc chắn, gồm 100 triệu gốc ban đầu và 10 triệu tiền lãi. Một cách đầu tư khác là người đó có thể mua cổ phiếu của công ty Y. Nếu công ty Y làm ăn phát đạt giá cổ phiếu có thể tăng lên đến 220 triệu đồng. Tuy nhiên nếu thất bại giá cổ phiếu của công ty Y có thể giảm xuống bằng 0. Chúng ta lại giả định rằng khả năng thành công và thất bại của công ty Y là 50% và 50% thì giá trị mong đợi của cổ phiếu sẽ là:

$$0,5 \cdot 0 \text{ triệu} + 0,5 \cdot 220 \text{ triệu} = 110 \text{ triệu}$$

Từ đó tỉ suất sinh lời mong đợi là:

$$\frac{110 \text{ triệu} - 100 \text{ triệu}}{100 \text{ triệu}} = 0,1 = 10\%$$

và lợi nhuận mong đợi (dự kiến) từ khoản đầu tư cổ phiếu này cũng là 10 triệu đồng.

Như vậy nhà đầu tư có một sự lựa chọn giữa lợi nhuận chắc chắn 10 triệu đồng từ việc đầu tư vào chứng khoán của chính phủ, và lợi nhuận mong đợi cũng là 10 triệu đồng với sự rủi ro trong đó nếu đầu tư vào cổ phiếu của công ty Y. Nếu nhà đầu tư chọn loại đầu tư ít có rủi ro hơn thì người đó được xem là ngại rủi ro (Risk averse). Trên thực tế hầu hết các nhà đầu tư đều thuộc loại ngại rủi ro.

Từ khái niệm ngại rủi ro dẫn đến quan hệ giữa giá chứng khoán và tỉ lệ sinh lời. Nếu những điều kiện khác nhau không thay đổi thì: rủi ro của một chứng khoán càng cao thì giá cả của nó càng thấp và tỉ suất doanh lợi yêu cầu của nó càng cao.

Tỉ suất sinh lời yêu cầu là tỉ lệ sinh lời tối thiểu đối với một loại chứng khoán nào đó mà nhà đầu tư xem là chấp nhận được.

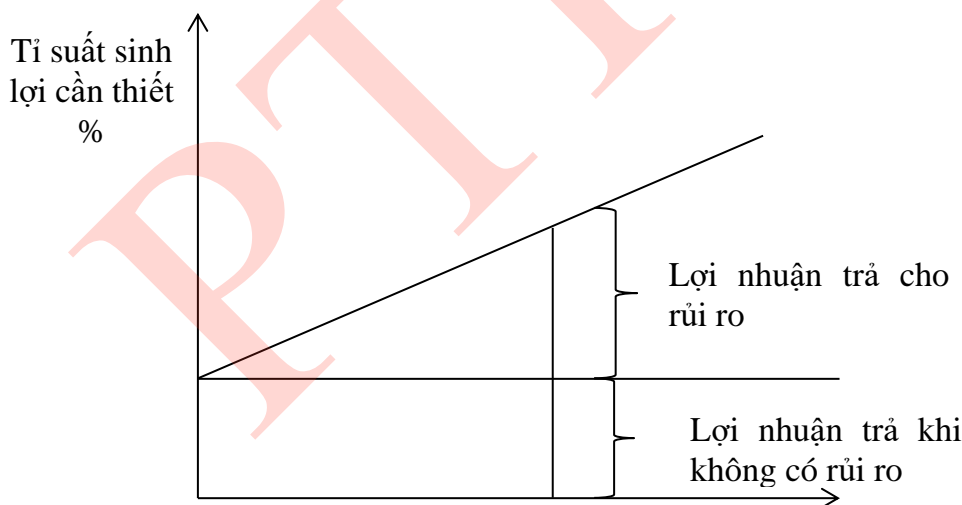
Như vậy cái giá để bù đắp cho rủi ro là tỉ suất sinh lời.

Ta quay lại ví dụ trên cả hai trường hợp mua chứng khoán của chính phủ và mua cổ phiếu của công ty Y tỉ suất sinh lời đều bằng 10%, nhưng không như mua chứng khoán của chính phủ nếu đầu tư vào chứng khoán của công ty Y bị lệ thuộc vào rủi ro bởi không biết trước kết quả của nó. Hầu hết các nhà đầu tư sẽ chọn giải pháp thứ nhất tức là mua chứng khoán của chính phủ có mức rủi ro thấp.

Tuy nhiên, không phải các nhà đầu tư luôn chọn giải pháp có mức rủi ro thấp mà thái độ chấp nhận của các nhà đầu tư là rủi ro phải tương xứng với lợi nhuận.

Chẳng hạn phương án mua cổ phiếu của công ty Y trong trường hợp thất bại nhà đầu tư vẫn thu được 10 triệu đồng và thu nhập trung bình và tỉ suất sinh lời mong đợi sẽ là:
 $0,5 \times 10 + 0,5 \times 220 = 115$ triệu và $\frac{115-100}{100} = 15\%$

Ta có thể thấy mối quan hệ giữa tỉ lệ sinh lợi cần thiết với rủi ro qua hình (2.3)



Hình 2-3. Mối quan hệ giữa tỉ suất sinh lợi cần thiết và rủi ro

Ta vẫn coi lãi suất của chứng khoán của chính phủ là tỉ lệ lãi suất không có rủi ro thì mức bù đắp rủi ro của cổ phần của công ty Y trong trường hợp thứ hai là:

$$15\% - 10\% = 5\%$$

Từ hình 2.3 ta có thể khái quát lại thành:

$$\begin{array}{l} \text{(Tỉ lệ sinh lời cần thiết đối} \\ \text{với một khoản đầu tư mạo} \\ \text{hiểm)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{(Tỉ lệ lợi nhuận tương ứng} \\ \text{với mức không có rủi ro)} \end{array} + \begin{array}{l} \text{(Lợi nhuận trả cho} \\ \text{rủi ro)} \end{array}$$

2.3 Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

Doanh nghiệp là một pháp nhân kinh tế và đang sử dụng một lượng tài sản nhất định. Lượng tài sản này được hình thành từ nhiều nguồn vốn khác nhau: vay ngân hàng, phát hành trái phiếu, tín phiếu, vốn góp của các cổ đông... Để được quyền sử dụng các nguồn vốn này, doanh nghiệp phải trả cho chủ sở hữu của các nguồn vốn đó một lượng giá trị nhất định, đó là giá của việc sử dụng các nguồn tài trợ hay chi phí sử dụng vốn. Mỗi một nguồn tài trợ (vốn huy động, hay vốn chủ sở hữu) đều có một giá sử dụng khác nhau. Trong nền kinh tế thị trường từ góc độ kinh doanh của người chủ sở hữu có thể nói giá của việc tài trợ bằng một hình thức nào đó (ví dụ: trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi hoặc cổ phiếu thường, lợi nhuận để lại không chia...) chính là mức doanh lợi cần phải đạt được về khoản đầu tư nguồn tài trợ dưới hình thức đã lựa chọn để giữ được mức doanh lợi (hoặc thu nhập) không đổi cho chủ sở hữu. Khi tính toán, chi phí sử dụng vốn đóng vai trò như là tỷ lệ chiết khấu làm cân bằng lượng vốn mà doanh nghiệp có quyền sử dụng hôm nay với các khoản tiền (gốc và lãi) mà doanh nghiệp phải trả cho chủ sở hữu của một nguồn vốn nào đó trong tương lai. Khái niệm chi phí sử dụng vốn ở đây được hiểu dưới góc độ chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn.

2.3.1 Chi phí sử dụng các nguồn vốn của doanh nghiệp

2.3.1.1 Chi phí sử dụng vốn vay

Một trong những đặc trưng của vốn vay là tiền lãi phải trả được trừ ra trước khi tính thuế thu nhập. Do đó khi xác định chi phí sử dụng vốn vay phải chia ra 2 trường hợp là chi phí sử dụng vốn vay trước và sau khi tính thuế thu nhập.

a. Chi phí sử dụng vốn vay trước khi tính thuế thu nhập

Vốn vay là một thành phần quan trọng của vốn kinh doanh. Để được quyền sử dụng loại vốn này, doanh nghiệp phải trả cho chủ nợ một lượng giá trị. Phí tổn này giống như tiền lãi vay. Doanh nghiệp vay nợ và sau đó sử dụng tiền vay vào kinh doanh và cần đạt được mức lợi nhuận nhất định dành cho chủ sở hữu doanh nghiệp, nếu xét trên giác độ tài chính thì mức lợi nhuận đó phải lớn hơn hoặc bằng mức lợi nhuận trong trường hợp trước khi vay.

Khi xác định người ta coi chi phí sử dụng vốn vay đóng vai trò như là một tỷ lệ chiết khấu làm cân bằng các khoản tiền mà doanh nghiệp phải thanh toán cho chủ nợ trong tương lai với khoản nợ vay mà doanh nghiệp được sử dụng hôm nay.

Nếu ta gọi P là một khoản vay nợ mà doanh nghiệp được sử dụng hôm nay.

CF_i là số tiền gốc và lãi doanh nghiệp phải trả năm thứ i cho chủ nợ ($i = 1 \rightarrow n$)

i là chi phí sử dụng vốn vay

Ta có:

$$V = \frac{CF_1}{(1+i)} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+i)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+i)^i} \quad (2.20)$$

Để xác định chi phí sử dụng vốn vay i có thể sử dụng phương pháp đồ thị, phương pháp nội suy hoặc phương pháp thử và xử lý sai số.

Ví dụ 1: Doanh nghiệp A đi vay một món nợ là 120 triệu và phải trả dần trong 4 năm với số tiền phải trả hàng năm như sau:

Năm thứ nhất 41,25 triệu.

Năm thứ hai 42,0 triệu.

Năm thứ ba là 43,5 triệu

Năm thứ tư là: 44,75 triệu

Vậy chi phí sử dụng món nợ đó của doanh nghiệp A được xác định như sau:

Bước 1: Chọn $i_1 = 15\%$ sao cho $NPV_1 > 0$ ta có chênh lệch giá trị hiện tại các khoản phải trả với khoản nợ vay là:

$$NPV_1 = \frac{41,25}{1+0,15} + \frac{42}{(1,0,15)^2} + \frac{44,75}{(1+0,15)^3} + \frac{44,75}{(1+0,15)^4} - 120 = +1,8165$$

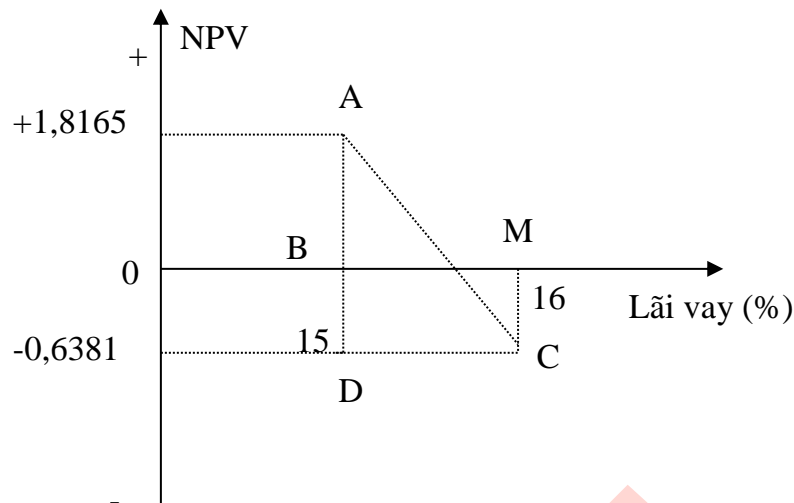
Bước 2: Vì kết quả bước $NPV_1 > 0$ nên ta chọn $i_2 > i_1$ sao cho $NPV_2 < 0$ Giả sử chọn $r_2 = 16\%$, ta có chênh lệch giá trị hiện tại các khoản phải trả với khoản nợ vay là:

$$NPV_2 = \frac{41,25}{1+0,16} + \frac{42}{(1,0,16)^2} + \frac{44,75}{(1+0,16)^3} + \frac{44,75}{(1+0,16)^4} - 120 = -0,6381$$

Bước 3: Đưa các kết quả trên lên đồ thị: (đồ thị 2)

- Trục hoành biểu thị chi phí sử dụng vốn vay.

- Trục tung biểu thị chênh lệch giá trị hiện tại các khoản phải trả với khoản nợ vay (NPV)



Hình 2-4. Xác định chi phí sử dụng vốn vay

Đồ thị qua điểm A (15%, 1,8165) và qua điểm C (16% - 0,6381) cắt trục hoành tại điểm M. Theo đồ thị ta có hoành độ chính là chi phí sử dụng vốn vay:

$$OM = OB + BM = 15\% + BM$$

Hai tam giác ABM và ADC đồng dạng nên ta có:

$$\frac{AB}{AD} = \frac{BM}{DC} \Rightarrow \frac{AB \times DC}{AD}$$

$$BM = \frac{1,8165 \times 1\%}{1,8165 + 0,6381} = 0,74\%$$

$$OM = 15\% + 0,74\% = 15,74\%$$

Vậy chi phí sử dụng khoản vay 120 triệu phải hoàn trả trong 4 năm là $i = 15,74\%$.

b. Chi phí sử dụng vốn vay sau khi tính thuế thu nhập

Chi phí sử dụng vốn là một tiêu chuẩn quan trọng để lựa chọn hình thức tài trợ. Nhưng lãi vay phải trả được trừ ra khỏi thu nhập chịu thuế, còn lợi tức phải trả cho cổ phiếu ưu đãi, lợi tức chia cho vốn góp... không được hưởng "đặc ân" này. Do đó có cơ sở đồng nhất nhằm so sánh chi phí sử dụng các nguồn vốn khác nhau, người ta thường đưa chúng về cùng một "điểm". Điểm thường được lựa chọn là lợi nhuận sau thuế. Vì vậy có thể tính lại chi phí sử dụng vốn vay theo công thức sau:

$$\text{Chi phí sử dụng vốn vay sau khi tính thuế} = \text{Chi phí sử dụng vốn vay trước khi tính thuế} \times \left[1 - \frac{\text{Thuế suất thuế thu nhập}}{100} \right]$$

$$\text{Hay } K_d = i(1-t) \quad (2.21)$$

Trong đó:

K_d là chi phí sử dụng vốn vay sau thuế thu nhập doanh nghiệp

i là chi phí sử dụng vốn vay trước thuế thu nhập doanh nghiệp

t là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp.

Do đó nếu thuế suất thuế thu nhập là 20% thì chi phí sử dụng vốn vay ở ví dụ trên sẽ là:

$$15,74\% \times (1 - 20\%) = 12.59\%.$$

Như vậy thuế suất thuế thu nhập làm giảm đáng kể chi phí sử dụng vốn vay và chi phí sử dụng vốn vay tỷ lệ thuận với thuế suất thuế thu nhập. Nhưng khi doanh nghiệp bị thua lỗ thì chi phí sử dụng vốn vay trước và sau thuế bằng nhau, vì khi đó doanh nghiệp không thể giảm chi phí này ra khỏi "lợi nhuận".

2.3.1.2 Chi phí sử dụng vốn sở hữu

Chi phí sử dụng vốn sở hữu chính là doanh lợi vốn chủ sở hữu tối thiểu mà người đầu tư trú tình sẽ nhận được trên số vốn mà họ đã đóng góp. Mỗi một hình thức góp vốn có một chi phí sử dụng khác nhau.

a. Chi phí sử dụng cổ phiếu thường trong một cơ cấu vốn cho trước

Một trong những đặc trưng của cổ phiếu thường là không có thời hạn hoàn trả vốn gốc. Nhưng bù lại chủ sở hữu của chúng sẽ nhận được cổ tức hàng năm. Một tỷ lệ chiết khấu làm cân bằng giữa tiền lời phải chia trên một cổ phiếu thường với giá trị thường hiện hành của cổ phiếu chính là mức doanh lợi tối thiểu mà các cổ đông đòi hỏi. Người ta gọi đó là chi phí sử dụng cổ phiếu thường.

Nếu ta gọi d_i là cổ tức trên một cổ phiếu thường năm thứ i ($i=1 \rightarrow n$)

Ps: Giá trị thường hiện hành của cổ phiếu thường.

Ks: Chi phí sử dụng cổ phiếu thường.

Ta có:

$$P = \frac{D_1}{1 + K_s} + \frac{D_2}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_s)^n}$$

Giả sử cổ tức năm thứ 1 là D_1 và tăng đều đặn hàng năm là g , thay vào công thức ta được:

$$P = \frac{D_1}{(1 + K_s)} + \frac{D_1 (1 + g)}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D_1 (1 + g)^{(n-1)}}{(1 + K_s)^n}$$

Khi $n \rightarrow +\infty$ ta có:

$$\lim_{n \rightarrow +\infty} P = \lim_{n \rightarrow +\infty} \frac{D_1}{1+r} x \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_s} \right)^{+\infty}}{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_s} \right)}$$

Giả thiết tỷ lệ tăng trưởng của cổ tức nhỏ hơn mức doanh lợi tối thiểu mà các cổ đông đòi hỏi ($g < K_s$) ta có:

$$\begin{aligned} P &= \frac{D_1}{1+K_s} \times \frac{1}{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_s} \right)} = \frac{D_1}{1+K_s} \times \frac{1}{\frac{1+K_s - 1 - g}{1+K_s}} \\ &= \frac{D_1}{1+K_s} \times \frac{1+K_s}{K_s - g} = \frac{D_1}{K_s - g} \end{aligned}$$

Từ đó suy ra:

$$K_s = \frac{D_1}{P_s} + g \quad (2.22)$$

Ví dụ 2: Công ty VIC có các cổ phiếu thường có giá thị trường hiện hành là 100.000đ. Tiền lời phải chia cho mỗi cổ phiếu ở năm thứ 1 là 10.000đ. Suất tăng trưởng trung bình của tiền lời phải chia là 5% thì chi phí sử dụng cổ phiếu thường là:

$$K_s = \frac{10.000}{100.000} + 5\% = 15\%$$

b. Chi phí sử dụng cổ phiếu thường mới

Khi phát hành cổ phiếu thường mới sẽ phát sinh chi phí phát hành. Chi phí phát hành cổ phiếu thường mới được trả cho các dịch vụ phát hành chứng khoán như: Chi phí in ấn, quảng cáo, chi phí bảo lãnh phát hành, chi phí hoa hồng môi giới....

Vì vậy số vốn doanh nghiệp được sử dụng chi phí bằng số vốn dự tính phát hành trừ đi chi phí phát hành và nếu tính cho một cổ phiếu thường mới gọi là giá ròng nhận được của một cổ phiếu thường mới. Khi so sánh giữa chi phí phát hành với tổng số vốn dự tính phát hành dưới dạng tỷ lệ phần trăm ta sẽ có tỷ lệ chi phí phát hành.

Gọi : P_s là giá phát hành trên 1 cổ phiếu thường mới.

e là tỷ lệ chi phí phát hành trên một cổ phiếu mới.

Thì giá ròng một cổ phiếu được xác định:

$$P'_s = P_s(1-e)$$

Vậy chi phí sử dụng cổ phiếu thường mới được xác định theo công thức (4.17) nhưng trong đó giá mỗi cổ phiếu P được thay bằng giá ròng mỗi cổ phiếu mà doanh nghiệp thực sử dụng.

$$K_s = \frac{D_1}{P_s(1-e)} + g \quad (2.23)$$

Ví dụ: Công ty ABC phát hành cổ phiếu thường mới. Giá phát hành của một cổ phiếu là 150.000 đ, tỷ lệ chi phí phát hành là 12%, tiền lời chia cho mỗi cổ phiếu thường ở năm thứ nhất mà các cổ đông đòi hỏi là 18.000đ và có tỷ lệ tăng trưởng bình quân là 4%. Vậy chi phí sử dụng cổ phiếu thường phát đợt này là :

Áp dụng công thức (2.23) ta có:

$$K_s = \frac{18.000}{150.000(1-12\%)} + 4\% = 17\%$$

c. Chi phí sử dụng lợi nhuận để lại

Khi có nhu cầu tăng vốn, ngoài việc phát hành chứng khoán công ty còn có thể sử dụng lợi nhuận để lại (tức là phần lợi nhuận sau khi đã nộp thuế thu nhập và chia lãi cổ phần). Chi phí sử dụng lợi nhuận để lại được đo lường bằng chi phí cơ hội, vì nếu lợi nhuận này được chia thì các cổ đông có thể đầu tư và thu lợi nhuận từ ngoài doanh nghiệp. Còn nếu đầu tư vào chính doanh nghiệp thì tối thiểu họ phải đạt được mức doanh lợi như các cổ phần mà họ đang nắm giữ. Hay nói cách khác chi phí sử dụng lợi nhuận để lại chính bằng mức doanh lợi hy vọng nhận được về cổ phần đã đóng góp (cổ phiếu thường). Do đó chi phí sử dụng lợi nhuận để lại được xác định theo công thức phân trên giống như chi phí sử dụng cổ phiếu thường:

$$K_s = \frac{D_1}{P_s} + g \quad (2.24)$$

d. Chi phí sử dụng cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu ưu đãi là một chứng khoán lai ghép giữa cổ phiếu thường và trái phiếu. Chủ sở hữu cổ phiếu ưu đãi được nhận tiền lãi cố định nên nó giống với trái phiếu, nhưng tiền lãi phải trả không được trừ trước khi tính thuế thu nhập và công ty sử dụng cổ phiếu ưu đãi như là một bộ phận của vốn chủ sở hữu lại làm cho nó giống như cổ phiếu thường. Nhưng đặc điểm đặc biệt lưu ý là cổ phiếu ưu đãi chỉ nhận được tiền lãi cố định hàng năm, không có quyền tham gia phân phối lợi nhuận cao, do đó không được hưởng suất tăng trưởng của lợi nhuận.

Nếu ta gọi: P_p là giá phát hành cổ phiếu ưu đãi

e là tỷ lệ chi phí phát hành.

D_p là lợi tức cố định trên một cổ phiếu ưu đãi.

Thì chi phí sử dụng cổ phiếu ưu đãi được xác định như sau:

$$K_p = \frac{D_p}{P_p(1-e)} \quad (2.25)$$

2.3.2 Chi phí sử dụng vốn bình quân

Để có đủ vốn phục vụ cho sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp đã phải huy động từ nhiều nguồn (nguồn bên trong và nguồn bên ngoài), mỗi nguồn có chi phí sử dụng khác nhau, do đó cần phải xác định chi phí sử dụng bình quân của các nguồn vốn đó. Chi phí sử dụng vốn bình quân- WACC (Weighted Average Cost of Capital) là mức doanh lợi vốn tối thiểu cần phải đạt được từ việc sử dụng các nguồn vốn đã huy động. Chi phí sử dụng vốn bình quân trong doanh nghiệp phụ thuộc vào 2 yếu tố: Chi phí sử dụng của từng nguồn vốn và tỷ trọng của từng nguồn vốn. Cách tính cụ thể như sau:

$$WACC = W_d K_d (1-t) + W_p K_p + W_s K_s \quad (2.26)$$

$$\text{Hay } WACC = \frac{t_d}{T} K_d (1-t) + \frac{t_p}{T} K_p + \frac{t_s}{T} K_s$$

Trong đó: WACC: Chi phí sử dụng vốn bình quân

ki: Chi phí sử dụng vốn của nguồn i

ti: Giá trị nguồn i được sử dụng (thường tính theo giá thị trường)

T: Tổng số giá trị vốn được sử dụng trong kỳ (thường tính theo giá thị trường)

wi: Tỷ trọng của nguồn vốn i được sử dụng.

2.4 Dòng tiền

2.4.1 Quan điểm dòng tiền của doanh nghiệp

Quá trình hoạt động của doanh nghiệp cũng là quá trình phát sinh các dòng tiền. Trên góc độ tài chính, hoạt động của doanh nghiệp là một quá trình phát sinh ra các dòng tiền gồm dòng tiền ra và dòng tiền vào của doanh nghiệp.

Dòng tiền là thuật ngữ dùng để chỉ số tiền nhận được hoặc phải chi ra trong một khoảng thời gian nhất định hoặc trong suốt quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Trên quan điểm định giá: Dòng tiền thể hiện lợi ích nhận được của các chủ thể trong doanh nghiệp.

• Phân loại các dòng tiền trong doanh nghiệp

Có thể phân loại dòng tiền trong doanh nghiệp dựa trên 4 tiêu chí khác nhau: (1) Theo sự vận động của dòng tiền, (2) Theo phạm vi hoạt động của doanh nghiệp, (3) Theo lợi ích của chủ thể trong doanh nghiệp và (4) Theo mục đích sử dụng thông tin. Mỗi cách phân loại có ứng dụng khác nhau trong định giá tài sản doanh nghiệp dựa vào dòng tiền.

a) Theo sự vận động của dòng tiền

+ Dòng tiền ra là những khoản chi liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp.

+ Dòng tiền vào là những khoản tiền thu nhập do doanh nghiệp mang lại ở một hay một số thời điểm khác nhau trong tương lai tạo thành dòng tiền vào của doanh nghiệp.

+ Dòng tiền thuần (CF- Cash Flow)= Dòng tiền vào- Dòng tiền ra

Dòng tiền thuần có thể >0 , <0 hoặc $=0$ tùy thuộc vào chênh lệch giữa dòng tiền ra và vào doanh nghiệp.

b) Theo hoạt động của doanh nghiệp

Theo hoạt động của doanh nghiệp, dòng tiền cho thể chia thành:

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

+ Thu tiền bán hàng và cung cấp dịch vụ, thu khác

+ Chi tiền mua hàng, dịch vụ và chi trả khác

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư

+ Chi mua sắm tài sản, đầu tư chứng khoán, liên doanh

+ Thu thanh lý tài sản, thu hồi vốn đầu tư

Dòng tiền từ hoạt động tài chính

+ Thu nhận tiền đi vay, nhận vốn góp, phát hành trái/cổ phiếu

+ Chi trả nợ gốc, trả vốn góp, mua lại cổ phiếu

+ Chi trả cổ tức

c) Theo lợi ích chủ thể trong doanh nghiệp

- Dòng tiền thuần đối với doanh nghiệp (FCFF- Free Cash Flow for Firm) là toàn bộ dòng tiền thuần phát sinh trong một năm bao gồm tất cả các nghĩa vụ tài chính về nợ vay của doanh nghiệp.

- Dòng tiền thuần đối với chủ sở hữu (FCFE- Free Cash Flow for Equity) là dòng tiền thuần còn lại thuộc sở hữu của chủ sở hữu sau khi chi trả các khoản nợ đến hạn, lãi vay phát sinh trong một năm của doanh nghiệp.

d) Theo mục đích sử dụng thông tin

- Dòng tiền quá khứ: Dòng tiền này là dòng tiền đã thực sự xảy ra. Dòng tiền này được thể hiện trên Báo cáo tài chính định kỳ (tháng, quý, năm), cụ thể là Báo cáo lưu chuyển tiền tệ.

- Dòng tiền dự báo: Dòng tiền này chưa thực sự xảy ra. Dòng tiền trên báo cáo này chưa thực sự xảy ra, mọi con số chỉ là dự đoán nhằm phục vụ cho các mục đích định giá và đầu tư

2.4.2 Xác định dòng tiền của doanh nghiệp

2.4.2.1 Nguyên tắc cơ bản khi xác định dòng tiền dự báo

- Cần xem xét trên cơ sở dòng tiền thuần sau thuế.

- Dòng tiền trên quan điểm định giá là dòng lợi ích đem lại cho các chủ thể. Do có sự khác biệt trong quan điểm khi đứng trên góc độ các chủ thể khác nhau, do vậy trong định giá doanh nghiệp, người định giá tùy thuộc vào mục đích và chủ thể nhận thông tin định giá có thể sử dụng các dòng tiền khác nhau.

- Phải tính đến chi phí cơ hội và yếu tố lạm phát khi xem xét dòng tiền của doanh nghiệp. Khi có các yếu tố này, người định giá doanh nghiệp cần:

- + Điều chỉnh ngay trong dòng tiền
- + Điều chỉnh trong tỷ lệ chiết khấu.

Một số quy ước khi xác định dòng tiền:

Thời điểm hiện tại quy ước là năm 0.

Dòng tiền vào hoặc dòng tiền ra của doanh nghiệp có thể phát sinh ở các thời điểm khác nhau trong một năm đều được quy về cuối năm để tính toán.

Dòng tiền của doanh nghiệp được hợp thành bởi nhiều luồng tiền vào và ra. Việc ước lượng dòng tiền trong tương lai chỉ ước lượng những bộ phận chủ yếu cấu thành.

2.4.2.2 Xác định dòng tiền thuần trên góc độ toàn doanh nghiệp (tổng đầu tư)- FEFF

- Theo phương pháp trực tiếp:

Dòng tiền thuần = Thu bằng tiền - Chi bằng tiền (không kể lãi vay và trả nợ gốc)

- Theo phương pháp gián tiếp:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Dòng tiền thuần} & = & \text{Lợi nhuận trước} & & & & \\ & & \text{lãi vay và thuế} & + & \text{Khấu hao} & - & \text{Tăng/giảm} \\ & & (1 - \text{thuế suất} & & & & \text{tài sản dài hạn} \\ & & \text{thuế TNDN}) & & & & \text{tài sản lưu động} \\ \text{FCFF} & & & & & & \end{array}$$

2.4.2.3 Xác định dòng tiền thuần trên góc độ chủ sở hữu- FCFE

- Theo phương pháp trực tiếp:

Dòng tiền thuần = Thu bằng tiền - Chi bằng tiền (bao gồm lãi vay và trả nợ gốc)

- Theo phương pháp gián tiếp:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Dòng tiền thuần} & = & \text{Lợi nhuận sau thuế} & + & \text{Khấu hao} & - & \text{Tăng/giảm} \\ & & & & & & \text{tài sản dài hạn} \\ & & & & & & \text{tài sản lưu động} \\ \text{FCFE} & & & & & & \text{Nợ gốc trả} \\ & & & & & & \text{Nợ mới vay} \end{array}$$

Từ hai công thức trên có thể rút ra mối quan hệ giữa FCFF và FCFE như sau:

$$\text{FCFF} = \text{FCFE} + \text{lãi vay} \times (1 - t) + \text{nợ gốc trả} - \text{nợ mới vay}$$

2.4.2.4 Báo cáo lưu chuyển tiền tệ và xác định dòng tiền dựa trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ.

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ là báo cáo tài chính tổng hợp phản ánh việc hình thành và sử dụng luồng tiền phát sinh trong kỳ của doanh nghiệp. Báo cáo lưu chuyển tiền tệ cung cấp nguồn thông tin quan trọng hỗ trợ xác định dòng tiền trong định giá doanh nghiệp.

Kết cấu dòng tiền trong báo cáo lưu chuyển tiền tệ bao gồm:

- Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (1)
- Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư (2)
- Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (3)
- Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ = (1) + (2) + (3)

Sự khác biệt giữa khái niệm lưu chuyển tiền thuần và dòng tiền thuần tự do doanh nghiệp (FCFF, FCFE)

Lưu chuyển tiền thuần phản ánh các khoản thu và chi bằng tiền trong kỳ mà doanh nghiệp thực sự phát sinh trong kỳ, nhằm xác định luồng tiền trong kỳ. Dòng tiền thuần tự do của doanh nghiệp phản ánh lợi ích nhận được bằng tiền của các chủ thể trong doanh nghiệp trong kỳ. Do đó, có những khoản mục thu và chi trong lưu chuyển tiền không được tính là khoản thu và chi trong dòng tiền thuần của doanh nghiệp (cổ tức, mua lại cổ phiếu, phát hành cổ phiếu mới)

Tuy vậy, có thể sử dụng báo cáo lưu chuyển tiền tệ để xác định các dòng tiền tự do FCFF và FCFE được sử dụng trong định giá doanh nghiệp theo hình phía dưới.

FCFF =	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh
	+ Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư
	+ Tiền lãi vay đã trả - Chi phí lãi vay x Thuế suất thuế TNDN (theo phương pháp gián tiếp)
	Hoặc + Tiền chi trả lãi vay x (1 - Thuế suất thuế TNDN) (theo phương pháp trực tiếp)

Hình 2-5. Xác định dòng tiền thuần FCFF dựa trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ

FCFE =	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh
	+ Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư
	+ Tiền vay ngắn hạn, dài hạn nhận được
	- (Tiền chi trả nợ gốc vay + Chi trả tiền thuê tài chính)

Hình 2-6. Xác định dòng tiền thuần FCFE dựa trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Lưu ý, việc xác định dòng tiền đứng trên quan điểm chủ sở hữu có thể trên góc độ khác nhau thì xác định dòng tiền khác nhau (ví dụ chủ sở hữu thường, chủ sở hữu hiện hữu, chủ sở hữu lớn...). Khi đó sẽ xem xét đến dòng tiền liên quan đến dòng tiền cụ thể về phát hành/mua lại cổ phiếu, vốn góp, hay cổ tức

2.5 Phân tích và dự báo tài chính

2.5.1 Phân tích tài chính

Phân tích tài chính là một tập hợp các khái niệm, phương pháp và công cụ cho phép thu thập và xử lý các thông tin kế toán và các thông tin khác trong quản lý doanh nghiệp, nhằm đánh giá tình hình tài chính, khả năng và tiềm lực của doanh nghiệp, giúp người định giá doanh nghiệp đưa ra các nhận định đúng đắn về giá trị, cách tiếp cận và phương pháp định giá doanh nghiệp.

2.5.1.1 Trình tự và các bước tiến hành phân tích

a- Thu thập thông tin:

Phân tích tài chính sử dụng mọi nguồn thông tin có khả năng lý giải và thuyết minh thực trạng hoạt động tài chính doanh nghiệp, phục vụ cho quá trình dự đoán tài chính. Nó bao gồm cả những thông tin nội bộ đến những thông tin bên ngoài, những thông tin về kế toán và thông tin quản lý khác vv... trong đó các thông tin kế toán phản ánh tập chung trong các báo cáo tài chính doanh nghiệp, là những nguồn thông tin đặc biệt quan trọng. Phân tích tài chính trên thực tế là phân tích các báo cáo tài chính doanh nghiệp .

b - Xử lý thông tin:

Giai đoạn tiếp theo của phân tích tài chính là quá trình xử lý thông tin đã thu thập được. Xử lý thông tin là quá trình sắp xếp các thông tin theo những mục tiêu nhất định nhằm tính toán, so sánh, giải thích, đánh giá, xác định nguyên nhân của các kết quả đã đạt được phục vụ cho quá trình dự đoán và ra quyết định.

c- Dự đoán và quyết định:

Mục tiêu của phân tích tài chính là đưa ra các quyết định tài chính. Đối với chủ doanh nghiệp, phân tích tài chính nhằm đưa ra các quyết định tăng trưởng, phát triển, tối đa hoá lợi nhuận hay tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Đối với người cho vay và đầu tư đó là các quyết định về tài trợ và đầu tư. Đối với cấp trên của doanh nghiệp là các quyết định quản lý doanh nghiệp.

2.5.1.2 Phương pháp phân tích tài chính.

Về lý thuyết, có nhiều phương pháp. Trên thực tế, người ta thường sử dụng phương pháp so sánh và phân tích tỷ lệ.

a- Phương pháp so sánh:

Về nguyên tắc cần phải đảm bảo các điều kiện có thể so sánh được của các chỉ tiêu tài chính (thống nhất về không gian, thời gian, nội dung, tính chất, và đơn vị tính toán...)

Gốc so sánh được lựa chọn là gốc về mặt thời gian hoặc không gian

Kỳ phân tích được lựa chọn là kỳ báo cáo hoặc kỳ kế hoạch

Giá trị so sánh có thể được lựa chọn bằng số tuyệt đối, số tương đối hoặc số bình quân.

Nội dung so sánh bao gồm:

+ So sánh giữa số thực hiện kỳ này với số thực hiện kỳ trước để thấy rõ xu hướng thay đổi về tài chính doanh nghiệp.

+ So sánh giữa số thực hiện với kỳ này với số kế hoạch để thấy mức độ phát triển của doanh nghiệp.

+ So sánh giữa số liệu của doanh nghiệp với số liệu trung bình ngành, doanh nghiệp khác để đánh giá tình hình tài chính của doanh nghiệp mình.

+ So sánh theo chiều dọc để xem xét tỷ trọng của từng chỉ tiêu so với tổng thể, so sánh theo chiều ngang của nhiều kỳ để thấy được sự biến đổi cả về số lượng tương đối và tuyệt đối của một chỉ tiêu nào đó qua các niên độ kế toán liên tiếp.

b- Phương pháp phân tích tỷ lệ:

Phương pháp này dựa trên ý nghĩa chuẩn mực các tỷ lệ của đại lượng tài chính trong các quan hệ tài chính. Sự biến đổi các tỷ lệ là sự biến đổi các đại lượng tài chính. Về nguyên tắc, phương pháp tỷ lệ yêu cầu cần phải xác định được các ngưỡng, các định mức để nhận xét, đánh giá tình hình tài chính doanh nghiệp, trên cơ sở so sánh các tỷ lệ của doanh nghiệp với giá trị các tỷ lệ tham chiếu.

Trong phân tích tài chính doanh nghiệp, các tỷ lệ tài chính được phân thành các nhóm tỷ lệ đặc trưng, phản ánh những nội dung cơ bản theo các mục tiêu hoạt động của doanh nghiệp. Đó là các nhóm tỷ lệ về khả năng thanh toán, nhóm tỷ lệ về cơ cấu vốn, nhóm tỷ lệ về năng lực hoạt động kinh doanh, nhóm tỷ lệ về khả năng sinh lời.

Mỗi nhóm tỷ lệ lại bao gồm nhiều tỷ lệ phản ánh riêng lẻ, từng bộ phận của hoạt động tài chính trong mỗi trường hợp khác nhau, tùy theo góc độ phân tích, người phân tích lựa chọn các nhóm chỉ tiêu khác nhau để phục vụ mục tiêu phân tích của mình.

2.5.1.3 Nội dung phân tích tài chính doanh nghiệp

Để đánh giá tình hình tài chính của doanh nghiệp, người định giá có thể phân tích các nhóm tỷ số sau:

- Các tỷ số thanh khoản
- Các tỷ số hoạt động kinh doanh
- Các tỷ số cơ cấu nguồn vốn
- Các tỷ số lợi nhuận
- Các tỷ số giá trị doanh nghiệp

A. CÁC TỶ SỐ THANH KHOẢN

Phân tích khả năng thanh toán ngắn hạn là xem xét tài sản của doanh nghiệp có đủ trang trải các khoản nợ phải trả trong ngắn hạn không?

1) Tỷ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn

Tỷ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn cho thấy doanh nghiệp có bao nhiêu tài sản có thể chuyển đổi thành tiền để đảm bảo thanh toán các khoản nợ ngắn hạn. Do đó, nó đo lường khả năng trả nợ của doanh nghiệp.

Tỷ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn = TSLĐ và đầu tư ngắn hạn/Nợ ngắn hạn

Tỷ số này thường được chấp nhận ở mức: $1 < \text{Tỷ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn} < 4$. Khi tỷ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn < 1 : doanh nghiệp đã sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho các loại tài sản cố định. Chiến lược tài trợ này đặt doanh nghiệp trước nguy cơ phá sản vì không có sự phù hợp về thời gian đáo hạn giữa nợ ngắn hạn và tài sản cố định. Thông thường tỷ số này là 2 là tốt nhất, tuy nhiên một số doanh nghiệp có tỷ số luân chuyển tài sản lưu động chỉ là > 1 , nhưng có thể hoạt động rất hiệu quả. Giữa 2 công ty mặc dù có tỷ số luân chuyển tài sản lưu động như nhau, nhưng điều kiện tài chính và tiến độ thanh toán các khoản nợ lại khác nhau, điều này phụ thuộc vào tài sản tồn kho.

Khi giá trị của tỷ số này giảm: khả năng trả nợ của doanh nghiệp giảm và mức độ rủi ro khánh tận tài chính gia tăng. Tuy nhiên, khi tỷ số này có giá trị quá cao, có nghĩa là doanh nghiệp đã đầu tư quá nhiều vào tài sản lưu động; hay việc quản trị tài sản lưu động của doanh nghiệp không hiệu quả, vì có quá nhiều tiền mặt nhàn rỗi hay có quá nhiều nợ phải đòi,... Trong nhiều trường hợp tỷ số này phản ánh không chính xác khả năng thanh khoản, do nhiều hàng hóa tồn kho là những loại hàng khó bán nên doanh nghiệp rất khó biến chúng thành tiền để trả nợ.

Tỷ số này của doanh nghiệp được chấp thuận hay không tùy thuộc vào sự so sánh với giá trị trung bình ngành của ngành mà doanh nghiệp đang kinh doanh. Đồng thời nó cũng được so sánh với các tỷ số này của doanh nghiệp trong những năm trước đó.

2) Tỷ số thanh toán nhanh

Để đánh giá khả năng thanh toán thì cần phải kết hợp sử dụng chỉ tiêu tỷ số thanh toán nhanh. Tỷ số này cho biết khả năng thanh toán thực sự của doanh nghiệp và được tính toán dựa trên các tài sản lưu động có thể chuyển đổi nhanh thành tiền để đáp ứng những yêu cầu thanh toán cần thiết.

Tỷ số thanh toán nhanh = (TSLĐ và đầu tư ngắn hạn - Hàng hóa tồn kho)/Nợ ngắn hạn

Tỷ số này thường được chấp nhận ở mức: $1 < \text{Tỷ số thanh toán nhanh} < 2$. Tỷ số này càng cao thì mức độ rủi ro khánh tận tài chính của doanh nghiệp càng thấp, song hiệu quả quản trị tài sản lưu động của doanh nghiệp cũng càng thấp. Thông thường, hệ số thanh toán nhanh > 1 được xem là hợp lý.

Tỷ số khả năng thanh toán nhanh là tiêu chuẩn đánh giá khắt khe hơn về khả năng thanh toán do nó không tính hàng tồn kho vì hàng tồn kho không phải là nguồn tiền mặt tức thời đáp ứng ngay cho việc thanh toán.

B. CÁC TỶ SỐ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1) Tỷ số vòng quay hàng tồn kho:

Tỷ số này đo lường mức doanh số bán liên quan đến mức độ tồn kho của các loại hàng hóa, thành phẩm, nguyên vật liệu.

Độ lớn của quy mô tồn kho tùy thuộc vào sự kết hợp của khá nhiều yếu tố như: ngành kinh doanh, mùa vụ,... Chẳng hạn, một công ty trong ngành thương mại có lượng hàng hóa dự trữ tồn kho vào thời điểm trước Tết Nguyên đán rất cao so với các doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất. Hoặc một xí nghiệp chế biến hạt điều, cà phê sẽ có lượng nguyên liệu, thành phẩm dự trữ rất cao khi mùa thu hoạch,...

$$\text{Tỷ số vòng quay hàng tồn kho} = \text{Giá vốn hàng bán} / \text{Hàng hóa tồn kho bình quân}$$

Nếu tỷ số này thấp: các loại hàng hóa tồn kho quá cao so với doanh số bán và số ngày hàng nằm trong kho càng cao, tức là hiệu quả quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp càng thấp vì vốn lưu động bị tồn đọng trong hàng hóa quá lâu.

2) Kỳ thu tiền bình quân:

Kỳ thu tiền bình quân là số ngày bình quân mà 1 đồng hàng hóa bán ra được thu hồi

$$\text{Kỳ thu tiền bình quân} = \text{Các khoản phải thu} / \text{Doanh thu bình quân 1 ngày}$$

Tỷ số này có thể chấp nhận được thường ở mức: $30 \text{ ngày} < \text{Kỳ thu tiền bình quân} < 60 \text{ ngày}$.

Số ngày trong kỳ thu tiền bình quân thấp: doanh nghiệp không bị đọng vốn trong khâu thanh toán, không có những khoản nợ khó đòi.

Nếu tỷ số này cao: doanh nghiệp cần phải tiến hành phân tích chính sách bán hàng để tìm ra nguyên nhân tồn đọng nợ. Trong nhiều trường hợp, do công ty muốn chiếm lĩnh thị phần thông qua bán hàng trả chậm hay tài trợ cho các chi nhánh, đại lý nên dẫn đến có số ngày thu tiền bình quân cao.

Khi phân tích tình hình công nợ của doanh nghiệp theo tiêu thức này cũng cần quan tâm đến tính mùa vụ của loại sản phẩm, dịch vụ mà doanh nghiệp kinh doanh. Do đó, cần so sánh tỷ số này với các tỷ số của các doanh nghiệp cùng ngành.

3) Hiệu quả sử dụng tài sản cố định:

Một đồng tài sản cố định tạo ra được bao nhiêu đồng doanh thu, qua đó đánh giá được hiệu quả sử dụng tài sản cố định ở doanh nghiệp.

$$\text{Hiệu quả sử dụng TSCĐ} = \text{Doanh thu thuần} / \text{Giá trị TSCĐ}$$

Tỷ số này cao phản ánh tình hình hoạt động tốt của công ty đã tạo ra mức doanh thu thuần cao so với tài sản cố định. Muốn đánh giá việc sử dụng tài sản cố định có hiệu quả hay không thì phải so sánh với các doanh nghiệp khác cùng ngành hoặc so sánh với chỉ tiêu trung bình của ngành.

4) Tỷ số hiệu quả sử dụng tài sản:

Tỷ số này cho thấy hiệu quả sử dụng toàn bộ các loại tài sản của doanh nghiệp hoặc thể hiện một đồng vốn đầu tư vào doanh nghiệp đã đem lại bao nhiêu đồng doanh thu.

$$\text{Tỷ số hiệu quả sử dụng tài sản} = \text{Doanh thu thuần} / \text{Tổng giá trị tài sản}$$

Tỷ số này có giá trị càng cao thì càng thể hiện hiệu quả hoạt động nhằm gia tăng thị phần và sức cạnh tranh của doanh nghiệp.

C. CÁC TỶ SỐ CƠ CẤU NGUỒN VỐN

1) Tỷ số nợ:

$$\text{Tỷ số nợ} = \text{Nợ phải trả} / \text{Tổng tài sản}$$

Thông thường, tỷ lệ cơ cấu nợ chấp nhận được là vào khoảng 20% - 50%.

Tỷ số này có giá trị càng cao: mức độ rủi ro phá sản của doanh nghiệp càng cao. Trên phương diện các chủ nợ: tỷ số này của doanh nghiệp càng cao thì mức độ rủi ro không thu hồi được nợ càng cao. Còn đối với các cơ quan quản lý nhà nước thì tỷ số này cao sẽ tiềm ẩn nhiều nguy cơ xấu về mặt kinh tế xã hội. Nếu tỷ số này quá cao thì phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp thiếu lành mạnh, mức độ rủi ro cao và khi có những cơ hội đầu tư hấp dẫn, doanh nghiệp khó có thể huy động được vốn bên ngoài. Tuy nhiên, trên phương diện doanh nghiệp, tỷ số này càng cao càng chứng tỏ thành tích vay mượn của doanh nghiệp và nếu tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp càng cao hơn tỷ lệ lãi vay thì doanh nghiệp càng có lợi do tác dụng đòn bẩy của nợ vay và ngược lại.

2) Tỷ số nợ/Vốn cổ phần:

$$\text{Tỷ số nợ/Vốn cổ phần} = \text{Nợ phải trả} / \text{Tổng vốn cổ phần}$$

Tỷ số này càng cao chứng tỏ mức độ rủi ro đối với các chủ nợ càng lớn. Một doanh nghiệp có tỷ lệ này cao chứng tỏ đã sử dụng nợ là chủ yếu và ít sử dụng vốn chủ sở hữu.

Đối với chủ sở hữu doanh nghiệp, họ thích tỷ lệ này cao vì điều này cho thấy sử dụng ít vốn chủ sở hữu mà có thể tạo ra lợi nhuận nhiều hơn. Ngược lại, đối với nhà cho vay họ thích tỷ lệ này thấp vì điều này thể hiện mức độ đảm bảo an toàn cho nhà cung cấp tiền vay càng cao. Các nhà cho vay dài hạn một mặt quan tâm đến khả năng trả lãi, mặt khác họ còn chú trọng đến sự cân bằng hợp lý giữa nợ phải trả và nguồn vốn chủ sở hữu, vì điều này ảnh hưởng đến sự đảm bảo các khoản vay của người cho vay.

3) Tỷ số khả năng thanh toán lãi vay:

$$\text{Tỷ số khả năng thanh toán lãi vay} = \text{EBIT} / \text{Lãi nợ vay}$$

Thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT) phản ánh số tiền mà doanh nghiệp có thể sử dụng để trả lãi vay. Thông thường, hệ số khả năng trả lãi tiền vay > 2 được xem là thích hợp để đảm bảo trả nợ dài hạn.

Tỷ số này cho biết khả năng thanh toán lãi vay bằng thu nhập trước thuế thu nhập của doanh nghiệp. Nếu EBIT của doanh nghiệp càng thấp thì mức độ rủi ro đối với tiền

lãi của chủ nợ càng cao và nguy cơ phá sản của doanh nghiệp cũng càng cao. Lãi vay hàng năm là chi phí cố định, tỷ số này dùng để đo mức độ mà lợi nhuận phát sinh do sử dụng vốn để đảm bảo trả lãi vay hàng năm.

Chỉ tiêu này là cơ sở để đánh giá khả năng đảm bảo của doanh nghiệp đối với nợ vay dài hạn. Nó cho biết khả năng thanh toán lãi của doanh nghiệp và mức độ an toàn có thể có đối với người cho vay.

D. CÁC TỶ SỐ LỢI NHUẬN

Lợi nhuận là mục tiêu của doanh nghiệp và đồng thời cũng là kết quả của việc quản lý, nó thể hiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Những người sử dụng các số liệu kế toán bên trong và cả bên ngoài doanh nghiệp đều rất quan tâm đến các tỷ số này để ra quyết định đầu tư, cho vay hay cho doanh nghiệp thuê tài sản,...

Các tỷ số đánh giá: Các tỷ số về lợi nhuận đo lường mối quan hệ của lợi nhuận đối với doanh thu thuần, tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, bao gồm:

1) Tỷ số lợi nhuận ròng /doanh thu: Tỷ số này phản ánh một đồng doanh thu thuần tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận.

Tỷ số lợi nhuận ròng /doanh thu = $\frac{\text{Lợi nhuận thuần}}{\text{Doanh thu thuần}}$

Sự biến động của tỷ số này phản ánh sự biến động về hiệu quả tăng giảm giá thành hay ảnh hưởng của các chiến lược tiêu thụ, nâng cao chất lượng và khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp. Nếu tỷ số này càng cao và doanh thu của doanh nghiệp càng lớn thì tiềm năng lợi nhuận cũng càng lớn.

2) Tỷ số lợi nhuận thuần/Tổng tài sản (ROA):

Tỷ số này đo lường khả năng sinh lợi trên 1 đồng vốn đầu tư vào doanh nghiệp.

$\text{ROA} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$

Người định giá doanh nghiệp sử dụng giá trị của ROA để so sánh với mức trung bình ngành nhằm so sánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với các doanh nghiệp khác.

Ứng dụng quan trọng nhất của tỷ số này là sự so sánh giá trị của nó với chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) của doanh nghiệp.

+ Nếu $\text{ROA} > \text{WACC}$: kinh doanh có lãi

+ Nếu $\text{ROA} = \text{WACC}$: hòa vốn

+ Nếu $\text{ROA} < \text{WACC}$: thua lỗ

3) Tỷ số lợi nhuận/Vốn cổ phần thường (ROE):

Tỷ số này đo lường mức lợi nhuận trên vốn đầu tư của các chủ sở hữu. Đây là chỉ tiêu mà nhà đầu tư rất quan tâm, vì nó cho thấy khả năng tạo lãi của 1 đồng vốn mà họ bỏ ra đầu tư vào doanh nghiệp.

$$ROE = \text{Lợi nhuận thuần} / \text{Vốn cổ phần thường}$$

Tỷ số này rất có ý nghĩa đối với các chủ sở hữu hiện tại và tiềm tàng của doanh nghiệp, vì nó cho biết khả năng thu nhập có thể nhận được nếu họ quyết định đầu tư vốn vào công ty. Đối với doanh nghiệp, tỷ số này cho biết sức hấp dẫn của nó đối với các nhà đầu tư tiềm tàng trên thị trường tài chính.

Người định giá doanh nghiệp sử dụng tỷ số này để so sánh với tỷ lệ sinh lời cần thiết trên thị trường (k):

+ Nếu $ROE > k$: doanh nghiệp hoạt động đạt hiệu quả cao và có sức hấp dẫn với Các nhà đầu tư.

+ Nếu $ROE = k$: doanh nghiệp đạt mức hiệu quả có thể chấp nhận được

+ Nếu $ROE < k$: doanh nghiệp đạt mức hiệu quả thấp và không tạo ra sức hấp dẫn với các nhà đầu tư.

E. CÁC TỶ SỐ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

1) Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS):

EPS là thu nhập trên mỗi cổ phiếu của cổ đông phổ thông.

$$EPS = \frac{\text{Lợi nhuận ròng} - \text{Cổ tức ưu đãi}}{\text{Số lượng cổ phiếu phổ thông}}$$

Chỉ số này càng cao thì càng được đánh giá tốt vì khi đó khoản thu nhập trên mỗi cổ phiếu sẽ cao.

2) Hệ số chi trả cổ tức:

Hệ số này đo lường tỷ lệ phần trăm lợi nhuận ròng để trả cho cổ đông phổ thông dưới dạng cổ tức.

$$\text{Hệ số chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức chi trả cho mỗi cổ phiếu phổ thông hàng năm}}{\text{Thu nhập trên mỗi cổ phiếu}}$$

Hệ số này càng cao thì cổ phiếu đó càng nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư, vì họ sẽ được trả mức cổ tức cao cho mỗi cổ phiếu nắm giữ.

Tuy nhiên hệ số này thấp cũng chưa phải là điều xấu với nhà đầu tư chấp nhận một hệ số chi trả cổ tức thấp, dành phần lớn lợi nhuận cho tái đầu tư; họ mong đợi sự tăng trưởng nhanh trong lợi tức cổ phần và hưởng được sự chênh lệch lớn của giá cổ phiếu trong tương lai.

3) Hệ số giá/ Thu nhập:

Hệ số P/E đo lường mối quan hệ giữa giá thị trường và thu nhập trên mỗi cổ phiếu.

$$P/E = \frac{\text{Giá thị trường của cổ phiếu}}{\text{Thu nhập của mỗi cổ phiếu}}$$

+ Hệ số P/E là một trong những chỉ tiêu quan trọng trong quyết định đầu tư chứng khoán của nhà đầu tư. Thu nhập từ cổ phiếu có ảnh hưởng quyết định đến giá thị trường của cổ phiếu đó.

+ P/E cho thấy giá cổ phiếu hiện tại cao hơn thu nhập từ cổ phiếu đủ bao nhiêu lần, hay nhà đầu tư phải trả bao nhiêu đồng cho một đồng thu nhập.

+ Hệ số P/E rất có ích cho việc định giá cổ phiếu.

4) Tỷ suất thu nhập cổ phần:

Tỷ số này đo lường tỷ lệ sinh lời mà các cổ đông nhận được từ doanh nghiệp.

$$\text{Tỷ suất thu nhập cổ phần} = \frac{\text{Thu nhập mỗi cổ phiếu}}{\text{Giá trị thị trường mỗi cổ phiếu}}$$

- Tỷ số này thường được các nhà đầu tư so sánh với tỷ suất sinh lời của các hình thức đầu tư khác để quyết định chuyển dịch vốn đầu tư từ hình thức đầu tư này sang hình thức khác.

- Tỷ suất này thường được so sánh với lãi suất của các loại trái phiếu hay lãi suất tiền gửi ngân hàng (i).

- Do mức độ rủi ro của cổ phiếu cao hơn Các loại trái phiếu và Các loại tiền gửi ngân hàng nên các nhà đầu tư thường có yêu cầu giá trị của tỷ số này cao hơn lãi suất danh nghĩa của trái phiếu công ty.

+ Nếu tỷ suất thu nhập cổ phần > i: tốt

+ Nếu tỷ suất thu nhập cổ phần < i: xấu

5) Hệ số giá trị thị trường / giá trị sổ sách (P/B):

$$P/B = \frac{\text{Giá bán cổ phiếu trên thị trường}}{\text{Giá trị sổ sách của cổ phiếu}}$$

Giá trị của tỷ số này càng cao thể hiện uy tín và danh tiếng của công ty trên thị trường càng cao. Nếu hệ số P/B < 1 chứng tỏ thị trường đánh giá rất thấp uy tín của doanh nghiệp.

2.5.2 Dự báo tài chính

Một cách tiếp cận quan trọng trong định giá doanh nghiệp và cách tiếp cận thu nhập, theo đó giá trị doanh nghiệp được xác định trên cơ sở chiết khấu các khoản thu nhập/dòng tiền mà doanh nghiệp mang lại trong tương lai. Cách tiếp cận thu nhập là cơ sở của phương pháp chiết khấu thu nhập và dòng tiền trong định giá doanh nghiệp.

Cách tiếp cận thu nhập dựa trên việc dự báo các dòng thu nhập/ dòng tiền doanh nghiệp mang lại trong tương lai cho người hưởng lợi. Đây là ý nghĩa của dự báo tài chính đối với định giá doanh nghiệp.

Có hai hướng pháp dự báo tài chính được áp dụng phổ biến là phương pháp tỷ lệ phần trăm doanh thu và phương pháp sử dụng nhóm các chỉ tiêu đặc trưng tài chính của doanh nghiệp.

2.5.2.1 Phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu

Đây là một phương pháp dự đoán tài chính ngắn hạn, đơn giản. Nội dung phương pháp này như sau:

- Bước 1: Tính số dư của các chỉ tiêu trên báo cáo tình hình tài chính (Bảng CĐKT) năm báo cáo.
- Bước 2: Chọn những khoản chịu sự biến động trực tiếp và có quan hệ chặt chẽ với doanh thu. Tính tỷ lệ phần trăm của các khoản đó so với doanh thu.
- Bước 3: Dùng tỷ lệ phần trăm đã tính được ở bước 2 để ước tính nhu cầu vốn kinh doanh, dựa vào chỉ tiêu doanh thu dự tính cần đạt được ở năm sau.
- Bước 4: Định hướng các nguồn trang trải nhu cầu tăng kinh doanh trên cơ sở kết quả kinh doanh thực tế.

Ví dụ: Công ty A có bảng báo cáo tình hình tài chính và tình hình kết quả kinh doanh năm 201X như ở dưới. Hãy lập dự báo tài chính cho doanh nghiệp trong năm 201X+1. Giả định doanh thu tăng 10% trong năm 201X+1, lãi không thay đổi, công ty giữ nguyên chính sách trả cổ tức.

Giải:

Sử dụng phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu, ta giả định khi doanh thu tăng, tỷ lệ phần trăm trên doanh thu của chi phí, các Tài sản dài hạn và ngắn hạn đều không đổi. Từ đó có bảng tỷ lệ phần trăm tính trên doanh thu của các khoản chủ yếu như sau:

Báo cáo kết quả kinh doanh 201X (,000\$)		
Doanh thu	2000	
Giá vốn hàng bán	1800	90% Doanh thu
EBIT	200	Tính
Lãi	40	10% Nợ
Thu nhập trước thuế	160	Tính
Thuế TNDN	64	40% thu nhập trước thuế
Thu nhập ròng sau thuế	96	Tính
Cổ tức	64	Tỷ lệ chi trả cổ tức 2/3
Lợi nhuận giữ lại	32	Tính
Báo cáo tình hình tài chính 201X (,000\$) (cuối năm)		
Tài sản	1000	50% doanh thu
Tài sản ngắn hạn	200	10% doanh thu
Tài sản dài hạn	800	40% doanh thu
Nguồn vốn	1000	Cân bằng tổng tài sản
Nợ dài hạn	400	
Vốn cổ phần	600	

Sử dụng giả định doanh thu tăng trưởng 10% và tỷ lệ phần trăm trên doanh thu trên để xác định các chỉ tiêu trên Báo cáo kết quả kinh doanh và báo cáo tình hình tài chính của công ty năm 201X+1 như sau:

Báo cáo kết quả kinh doanh kế hoạch 201X+1 (,000\$)		
Doanh thu	2200	
Giá vốn hàng bán	1980	90% Doanh thu
EBIT	220	Tính
Lãi	40	10% Nợ đầu năm trước
Thu nhập trước thuế	180	Tính
Thuế TNDN	72	40% thu nhập trước thuế
Thu nhập ròng sau thuế	108	Tính
Cổ tức	72	Tỷ lệ chi trả cổ tức 2/3
Lợi nhuận giữ lại	36	Tính

Báo cáo tình hình tài chính kế hoạch 201X+1 (,000\$) (cuối năm)		
Tài sản	1100	50% doanh thu
Tài sản ngắn hạn	220	10% doanh thu
Tài sản dài hạn	880	40% doanh thu
Nguồn vốn	1036	Cân bằng tổng tài sản
Nợ dài hạn	400	Tạm thời giữ nguyên
Vốn cổ phần	636	Tăng bằng LNGL 2011
Vốn cần huy động thêm (AFN)	64	

Tính toán cho thấy, công ty A cần huy động thêm 64.000\$ cho nhu cầu tài trợ kinh doanh năm tới. Tùy thuộc vào chính sách tài chính của công ty, công ty có thể chọn huy động số vốn này bằng vay nợ, phát hành thêm vốn cổ phần hoặc hỗn hợp cả hai nguồn vốn. Các lựa chọn này sẽ ảnh hưởng tới các chỉ tiêu tài chính của công ty.

Chẳng hạn nếu công ty quyết định huy động toàn bộ 64.000\$ cần thêm bằng vốn vay nợ dài hạn, báo cáo tình hình tài chính trong năm tới và dự báo nhu cầu tài trợ năm tới của công ty được tính trong bảng sau:

Báo cáo tình hình tài chính kế hoạch 201X+1 (,000\$) (cuối năm)		
Tài sản	1100	50% doanh thu
Tài sản ngắn hạn	220	10% doanh thu
Tài sản dài hạn	880	40% doanh thu
Nguồn vốn	1100	Cân bằng tổng tài sản
Nợ dài hạn	464	Vay nợ mới 64 (khoản mục điều chỉnh)
Vốn cổ phần	636	Tăng bằng LNGL 2011

Kế hoạch tài trợ và sử dụng vốn (,000\$)	
Nguồn	100
Lợi nhuận giữ lại	36
Vay mới	64
Sử dụng	100
Đầu tư TS ngắn hạn	20
Đầu tư TS dài hạn	80

2.5.2.2 Phương pháp sử dụng nhóm các chỉ tiêu đặc trưng tài chính doanh nghiệp

Phương pháp này yêu cầu người phân tích tổng hợp số liệu tài chính trung bình, đặc trưng cho ngành sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp đang xem xét, sau đó sử dụng số liệu trung bình này để dự báo tài chính cho doanh nghiệp. Muốn thực hiện phương pháp này một cách hợp lý, người phân tích cần nắm chắc đặc điểm, các chính sách kinh doanh, tài chính của doanh nghiệp đang xem xét so với các doanh nghiệp trong ngành để có những điều chỉnh cần thiết nhằm đảm bảo kết quả kế hoạch tài chính đáng tin cậy.

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG

1. Nêu và giải thích nội dung các công thức xác định giá trị thời gian của tiền đối với các loại dòng tiền khác nhau.
2. Trình bày khái niệm tỷ suất sinh lời và rủi ro. Nêu công thức xác định tỷ suất sinh lời và rủi ro.
3. Mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời và rủi ro được thể hiện thông qua mô hình nào? Trình bày chi tiết nội dung mô hình đó.
4. Nêu và giải thích nội dung các công thức xác định chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.
5. Trình bày nội dung các nguyên tắc và cách xác định dòng tiền của doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG

Vũ Duy Hào, Đàm Văn Huệ, 2009, *Quản trị tài chính doanh nghiệp*, Trường Đại học kinh tế quốc dân, NXB Giao thông vận tải.

Bộ Tài chính, 2016, *Thẩm định giá doanh nghiệp*, Tài liệu bồi dưỡng kiến thức ngắn hạn nghiệp vụ thẩm định giá.

Nguyễn Minh Điện, 2010, *Thẩm định giá Tài sản và Doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Thông kê, Hà Nội.

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN

3.1 Cơ sở lý luận chung

Phương pháp giá trị tài sản (Asset Method) còn gọi là “Phương pháp giá trị nội tại” được xây dựng từ các quan điểm:

- Doanh nghiệp là một loại hàng hóa thông thường;
- Nền tảng của hoạt động của doanh nghiệp được xúc tiến trên cơ sở một lượng tài sản nhất định. Những tài sản đó nói lên sự tồn tại của doanh nghiệp và cấu thành một thực thể doanh nghiệp.
- Sự hình thành tài sản doanh nghiệp bắt đầu từ việc đầu tư của các nhà đầu tư khi thành lập và được bổ sung trong quá trình sản xuất - kinh doanh. Sự hình thành tài sản cùng với cơ cấu của tài sản là sự khẳng định về pháp lý và thừa nhận quyền sở hữu và lợi ích của nhà đầu tư đối với tài sản.

Do đó, giá trị doanh nghiệp sẽ được xác định bằng tổng giá trị thị trường của tài sản mà doanh nghiệp đang sử dụng vào mục đích sản xuất - kinh doanh. Có hai phương pháp tài sản để định giá doanh nghiệp phổ biến gồm phương pháp giá trị tài sản thuần và phương pháp định lượng Goodwill.

3.2 Phương pháp giá trị tài sản thuần

3.2.1 Cơ sở lý luận

Trong quá trình hoạt động, do nhu cầu tài chính và thanh toán phát sinh, giá trị doanh nghiệp sẽ còn phải bao gồm các khoản nợ (trái quyền) chưa được thanh toán hoặc chưa đáo hạn, như: số dư tiền vay, tiền lương chưa đến hạn trả, thuế chưa đến kỳ nộp, các khoản ứng trước,... Nhưng để xác định giá trị doanh nghiệp nhằm thực hiện giao dịch mua bán doanh nghiệp, thì chỉ xác định giá trị tài sản thuần là giá trị thuộc về chủ sở hữu doanh nghiệp. Đây là cơ sở của phương pháp giá trị tài sản thuần (Adjusted Net Asset Method).

3.2.2 Nội dung

Theo lý luận trên, giá trị doanh nghiệp được xác định bằng công thức:

$$V_0 = V_t - V_n \quad (3.1)$$

Trong đó:

- V_0 : Giá trị tài sản thuần thuộc về chủ sở hữu doanh nghiệp.
- V_t : Tổng giá trị tài sản doanh nghiệp đang sử dụng trong sản xuất - kinh doanh.
- V_n : Giá trị các khoản nợ.

Trong công thức trên, V_0 có thể được tính toán theo hai cách sau:

(a) Căn cứ vào số liệu trên bảng cân đối

Dựa vào số liệu về tài sản và cơ cấu nguồn vốn phản ánh trên bảng cân đối kế toán tại thời điểm đánh giá để xác định bằng cách:

$$V_0 = \frac{\text{Tổng giá trị tài sản}}{\text{trị tài sản}} - \frac{\text{Các khoản nợ phải trả bên nguồn vốn}}{\text{trả bên nguồn vốn}}$$

Đây là cách tính toán đơn giản, dễ dàng và đòi hỏi doanh nghiệp phải chấp hành tốt các quy định của chế độ kế toán thì kết quả tính toán mới đáng tin cậy. Nếu như việc ghi chép phản ánh đầy đủ các nghiệp vụ kinh tế phát sinh, doanh nghiệp chấp hành tốt các quy định của chế độ kế toán thì giá trị tài sản thuần tính toán được sẽ là số liệu có độ tin cậy về số vốn theo sổ sách của chủ sở hữu đang huy động vào sản xuất kinh doanh. Nó chỉ ra mức độ độc lập về mặt tài chính, khả năng tự chủ trong điều hành sản xuất kinh doanh của chủ doanh nghiệp, là căn cứ thích hợp để các nhà tài trợ đánh giá khả năng an toàn của dòng vốn đầu tư, đánh giá vị thế tín dụng của doanh nghiệp.

Cách đánh giá này minh chứng cho các bên liên quan thấy rằng đầu tư vào doanh nghiệp luôn được bảo đảm bằng giá trị của các tài sản hiện có của doanh nghiệp, chứ không phải là bằng cái “có thể” hoặc “dự tính tương lai” như nhiều phương pháp khác.

Tuy nhiên, phương pháp này được sử dụng mang tính chất tham khảo trong quá trình áp dụng các phương pháp khác khi xác định giá trị doanh nghiệp, xuất phát từ:

- + Số liệu kế toán là những số liệu lịch sử phát sinh từ các nghiệp vụ kinh tế trong quá khứ của niên độ kế toán, không còn phù hợp vào thời điểm định giá doanh nghiệp ngay cả khi không có lạm phát;

- + Giá trị của tài sản cố định phụ thuộc vào phương pháp tính khấu hao, vào thời điểm xác định nguyên giá và sự lựa chọn tuổi thọ kinh tế của tài sản cố định. Do vậy, giá trị tài sản cố định trên sổ sách kế toán thường không phù hợp với giá thị trường vào thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

- + Giá trị tài sản tồn kho hoặc đang dùng trong quá trình sản xuất (hàng hóa, nguyên nhiên vật liệu,...) phụ thuộc vào phương pháp hạch toán tồn kho (giá mua đầu kỳ, cuối kỳ hay giá bình quân) và phương thức phân bổ chi phí. Nên số liệu kế toán tồn kho không phản ánh phù hợp giá trị thị trường vào thời điểm đánh giá doanh nghiệp.

Đó là một số lý do cơ bản, nhưng cũng đủ để giải thích vì sao trị giá tài sản phản ánh trên bảng cân đối kế toán chỉ được coi là tài liệu tham khảo trong quá trình đánh giá lại toàn bộ tài sản theo giá trị thị trường tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

(b) Căn cứ vào giá thị trường

Để xác định giá trị doanh nghiệp theo giá trị trường, trước hết cần loại ra khỏi danh mục đánh giá những tài sản không cần thiết và không có khả năng đáp ứng yêu cầu sản

xuất - kinh doanh. Sau đó tiến hành đánh giá giá trị số tài sản còn lại trên nguyên tắc sử dụng giá thị trường để tính cho từng tài sản hoặc từng loại tài sản cụ thể.

- Tài sản hữu hình:

+ Tài sản là hiện vật:

- Tài sản cố định (kể cả tài sản cố định cho thuê) là hiện vật thì đánh giá theo giá thị trường của tài sản ấy. Trong thực tế, các tài sản của doanh nghiệp định giá là các tài sản đã qua sử dụng ở nhiều mức độ khác nhau, khi đó, người ta thường dựa theo công dụng hay khả năng phục vụ sản xuất của tài sản để áp dụng một tỷ lệ khấu trừ hợp lý trên giá trị của một tài sản mới. Cụ thể:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Giá trị thực} & & \text{Nguyên giá} & & \text{Chất lượng còn lại của} \\ \text{tế của tài} & = & \text{tính theo giá} & \times & \text{tài sản cố định tại thời} \\ \text{sản cố định} & & \text{thị trường} & & \text{điểm định giá} \end{array}$$

Đối với những tài sản có giao dịch phổ biến trên thị trường thì căn cứ vào giá thị trường áp dụng phương pháp so sánh giá bán để ước tính nguyên giá;

Đối với những tài sản không có giao dịch phổ biến trên thị trường, hoặc không còn tồn tại trên thị trường thì áp dụng một hệ số quy đổi so với những tài sản cố định khác loại nhưng có tính năng tương đương. Người định giá cũng có thể áp dụng các phương pháp khác phù hợp để ước tính giá cho các tài sản này như phương pháp chi phí, phương pháp thu nhập.

- Hàng hóa, vật tư, thành phẩm:

Đối với những hàng hóa, vật tư, thành phẩm có giá trên thị trường thì xác định theo giá thị trường:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Giá thực tế} & & \text{Số lượng} & & \text{Đơn giá hàng hóa, vật tư,} & & \text{Chất lượng còn lại} \\ \text{của hàng} & & \text{hàng hóa,} & & \text{thành phẩm tính theo giá} & & \text{của hàng hóa, vật tư,} \\ \text{hóa, vật tư,} & = & \text{vật tư, thành} & \times & \text{thị trường tại thời điểm} & \times & \text{thành phẩm tại thời} \\ \text{thành phẩm} & & \text{phẩm} & & \text{định giá} & & \text{điểm định giá} \end{array}$$

Đối với những hàng hóa, vật tư, thành phẩm không còn bán trên thị trường thì xác định:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Giá thực tế của} & & \text{Nguyên giá ghi} & & \text{Chất lượng} \\ \text{hàng hóa, vật tư,} & = & \text{trên sổ sách kế} & \times & \text{còn lại} \\ \text{thành phẩm} & & \text{toán} & & \end{array}$$

+ Tài sản bằng tiền: Gồm tiền mặt, tiền gửi ngân hàng, và các giấy tờ có giá (tín phiếu, trái phiếu,...) của doanh nghiệp vào thời điểm định giá được xác định như sau:

- Tiền mặt được xác định theo biên bản kiểm quỹ;
- Tiền gửi được xác định theo số dư đã đối chiếu xác nhận với ngân hàng;

- Các giấy tờ có giá thì xác định theo giá trị giao dịch trên thị trường. Nếu không có giao dịch thì xác định theo mệnh giá của giấy tờ;
- Đồng ngoại tệ được quy đổi về nội tệ theo tỷ giá tại thời điểm đánh giá;
- Vàng, bạc, kim khí quý, đá quý,... tính theo giá thị trường tại thời điểm đánh giá.
- + Đối với các khoản phải thu do khả năng đòi nợ các khoản này có nhiều mức độ khác nhau và được xác định bằng cách:
 - Đối chiếu công nợ, xác minh tính pháp lý;
 - Đánh giá tính pháp lý, độ tin cậy, khả năng thu hồi nợ của các khoản nợ cụ thể để loại ra những khoản nợ mà doanh nghiệp không thể thu hồi được, và xác định giá trị thực tế của các khoản phải thu.
- + Giá trị tài sản ký cược, ký quỹ ngắn hạn và dài hạn được xác định theo số dư thực tế trên sổ sách kế toán đã được đối chiếu xác nhận vào thời điểm định giá.
- + Đối với các khoản đầu tư bên ngoài doanh nghiệp:
 - Giá trị các khoản đầu tư ra bên ngoài doanh nghiệp: về nguyên tắc phải đánh giá một cách toàn diện về giá trị đối với doanh nghiệp hiện đang sử dụng các khoản đầu tư đó.
 - Tuy nhiên nếu các khoản đầu tư này không lớn thì người ta thường trực tiếp dựa vào giá thị trường của chúng dưới hình thức chứng khoán hoặc căn cứ vào số liệu của bên đối tác liên doanh để xác định theo cách thứ nhất như đã đề cập ở trên.
- + Đối với tài sản cho thuê và quyền thuê bất động sản: tính theo thu nhập thực tế hoặc theo phương pháp chiết khấu dòng tiền. Nếu doanh nghiệp đã trả tiền thuê một lần cho nhiều năm thì tính lại theo giá thị trường vào thời điểm định giá.
- Các tài sản vô hình: Giá trị các tài sản vô hình chỉ được thừa nhận trên giá trị hạch toán (đã được xác định trên sổ kế toán – số dư trên sổ kế toán vào thời điểm định giá) hoặc lợi thế về quyền thuê tài sản và không tính đến lợi thế thương mại.

Sau cùng, giá trị tài sản thuần được tính bằng cách lấy tổng giá trị của các tài sản đã được xác định trừ đi các khoản nợ phản ánh ở bên nguồn vốn của bảng cân đối kế toán và khoản tiền thuế tính trên giá trị tăng thêm của số tài sản được đánh giá lại tại thời điểm định giá doanh nghiệp:

$$V_0 = \begin{array}{l} \text{Tổng giá trị tài} \\ \text{sản đã được} \\ \text{xác định} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Các khoản nợ} \\ \text{phải trả bên} \\ \text{nguồn vốn} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Tiền thuế tính trên giá} \\ \text{trị tăng thêm của tài} \\ \text{sản được đánh giá lại} \end{array}$$

Ví dụ 3.1: Vào thời điểm 31/12/201N, bảng cân đối doanh nghiệp A thể hiện:

Đơn vị: Triệu đồng

Tài sản	Số tiền	Nguồn vốn	Số tiền
A. TSLĐ và đầu tư ngắn hạn	520	A. Nợ phải trả	570
1. Tiền	57	1. Vay ngắn hạn	178
2. Chứng khoán ngắn hạn	145	2. Các khoản phải trả	52
3. Các khoản phải thu	118	3. Vay dài hạn	340
4. Hàng tồn kho	200		
B. TSCĐ và đầu tư dài hạn	1,480	B. Nguồn vốn chủ sở hữu	1,430
1 Trị giá TSCĐ trừ khấu hao	450	1. Nguồn vốn kinh doanh	1,270
2 TSCĐ thuê tài chính	180	2. Lãi chưa phân phối	160
3 Đầu tư CK vào C.ty B	220		
4. Góp vốn liên doanh.	350		
5. Tài sản cố định cho thuê	280		
Tổng tài sản (A + B)	2.000	Tổng nguồn vốn (A + B)	2,000

Ghi chú: Đầu tư vào công ty B có 2.200 cổ phiếu.

- Qua đánh giá lại doanh nghiệp A, có các thông tin:
 - + Số khoản phải thu không có khả năng đòi là 48 triệu đồng.
 - + Nguyên vật liệu tồn kho kém phẩm chất, không đáp ứng được yêu cầu sản xuất là 40 triệu đồng.
 - + Tài sản cố định đánh giá lại theo giá thị trường tăng 135 triệu đồng.
 - + doanh nghiệp A trả tiền thuê tài sản cố định trong 10 năm, mỗi năm 18 triệu đồng/năm, giá thời điểm phải thuê là 20 triệu đồng/năm.
 - + Giá chứng khoán của công ty B tại Sở Giao dịch chứng khoán tại thời điểm đánh giá là 105.000 đồng / cổ phiếu.
 - + Số vốn góp liên doanh được đánh giá tăng 15 triệu đồng.
 - + Theo hợp đồng thuê tài sản, bên thuê còn phải trả dần trong 20 năm, với số tiền 15 triệu đồng / năm.
- Đánh giá: Dựa trên những thông tin trên, đánh giá lại giá trị một số tài sản như sau:
 - + Đối với giá trị lợi thế của quyền thuê tài sản: Với tỷ suất hiện tại hóa là 20% thì giá trị lợi thế của quyền được thuê tài sản được tính toán như sau.

Giá trị lợi thế của quyền thuê tài sản là giá trị hiện tại của khoản tiền tiết kiệm được trong 10 năm (20 triệu - 18 triệu = 2 triệu/năm). Áp dụng công thức tính giá trị hiện tại của các khoản thu nhập đều nhau trong tương lai:

$$PV_0 = T * f(i, n) = T \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} \quad (3.2)$$

Trong đó:

PV_0 : Giá trị hiện tại của các khoản tiền đều nhau trong tương lai.

T: Khoản tiền tiết kiệm được trong mỗi năm.

i: Tỷ suất hiện tại hóa.

n: Số năm nhận được khoản tiền.

$$\begin{aligned} PV_0 &= 2 \text{ tr. đ} \frac{1 - (1 + 20\%)^{-10}}{20\%} = 2 \text{ tr. đ} \times 4,1925 \\ &= 8,385 \text{ triệu đồng.} \end{aligned}$$

+ Đối với chứng khoán đầu tư vào công ty B:

Giá thị trường của 2.200 cổ phiếu đầu tư vào công ty B được tính vào thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp là: 2.200 cổ phiếu x 105.000 đ/cổ phiếu = 231 triệu đồng.

+ Giá trị số tài sản cho thuê theo hợp đồng:

Được tính bằng giá trị hiện tại của các khoản tiền nhận được cố định hằng năm, tính toán theo công thức (3.2) nêu trên:

$$\begin{aligned} PV_0 &= 15 \text{ tr. đ} \frac{1 - (1 + 20\%)^{-20}}{20\%} = 15 \text{ tr. đ} \times 4,8696 \\ &= 73,044 \text{ triệu đồng.} \end{aligned}$$

+ Tổng giá trị tài sản doanh nghiệp sau khi đánh giá lại là:

- Giá trị tổng tài sản: 2.000
- Yếu tố trừ đi:
 - Các khoản phải thu không có khả năng đòi: 48
 - Nguyên vật liệu tồn kho kém phẩm chất... : 40
 - Giá trị tài sản cho thuê giảm khi quy về hiện tại: 206,956 (= 73,044 – 280)
- Yếu tố cộng vào:
 - Tài sản cố định đánh giá lại theo giá thị trường: 135
 - Giá trị lợi thế của quyền thuê tài sản: 8,385
 - Giá trị chứng khoán đầu tư vào cty B tăng thêm: 11 (= 231 – 220)
 - Số vốn góp liên doanh được đánh giá tăng: 15

Tổng giá trị tài sản doanh nghiệp sau khi đánh giá lại: 1.874,429 triệu đồng.

Giả sử doanh nghiệp không phải nộp thuế tính trên giá trị tài sản tăng thêm sau khi đánh giá lại tài sản theo giá thị trường, giá trị thuần được xác định:

- Tổng giá trị tài sản doanh nghiệp sau khi đánh giá lại: 1.874,429
- Trừ các khoản nợ phải trả: 570

Giá trị tài sản thuần: 1.304,429 triệu đồng.

Bảng kê tổng hợp như sau:

Đơn vị: Triệu đồng

Tài sản	Giá trị thị trường	Giá trị sổ sách	Chênh lệch
A. TSLĐ và đầu tư ngắn hạn	432	520	-88
1. Tiền	57	57	
2. Chứng khoán ngắn hạn	145	145	
3. Các khoản phải thu	70	118	-48
4. Hàng tồn kho	160	200	-40
B. TSCĐ và đầu tư dài hạn	1,442	1,480	-38
1. Trị giá TSCĐ trừ khấu hao	585	450	135
2. Tài sản cố định thuê tài chính	180	180	
Giá trị lợi thế quyền thuê tài sản	8.3849442		8384944
3. Đầu tư chứng khoán vào C.ty B	231	220	11
4. Góp vốn liên doanh	365	350	15
5. Tài sản cố định cho thuê	73.043696	280	- 206 956
Tổng tài sản (A + B)^(a)	1,874.429	2,000	- 125.571
Trừ các khoản nợ phải trả ^(b)	570		
Giá trị tài sản thuần^(a - b)	1,304.429		

3.2.3 Ưu và nhược điểm của phương pháp

(a) Ưu điểm

Phương pháp định giá doanh nghiệp bằng giá trị tài sản thuần đơn giản, dễ thực hiện, không đòi hỏi những kỹ năng tính toán phức tạp.

(b) Những hạn chế

- Định giá doanh nghiệp bằng phương pháp giá trị tài sản thuần thường mất nhiều thời gian và chi phí. Để xác định giá thị trường của các loại tài sản hữu hình khác nhau của doanh nghiệp, cần phải có sự tham gia nhiều chuyên gia chuyên định giá cho nhiều loại tài sản khác nhau. Do đó, doanh nghiệp có thể mất nhiều thời gian để tìm kiếm các chuyên gia và chi phí cho việc định giá các tài sản của doanh nghiệp.

- Theo phương pháp này, doanh nghiệp chỉ là một tập hợp các loại tài sản, nên giá trị doanh nghiệp chỉ là tổng giá trị thị trường của các tài sản của doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định, giá trị doanh nghiệp được cố định vào chính giá trị của các tài sản, tức là chỉ đánh giá doanh nghiệp ở một trạng thái tĩnh, mà không được coi như một thực thể tồn tại sinh động, và còn có thể được hoàn chỉnh, phát triển trong tương lai.

- Phương pháp giá trị tài sản thuần không cung cấp và xây dựng những thông tin cần thiết để các bên liên quan đánh giá được về triển vọng sinh lời của doanh nghiệp. Đó cũng là lý do mà khi sử dụng phương pháp này người ta khó có thể giải thích được vì sao cùng một giá trị tài sản thuần như nhau nhưng doanh nghiệp này lại được bán cao hơn doanh nghiệp kia, ngay cả khi không có sự tác động của yếu tố cạnh tranh.

- Nhiều trường hợp quá phức tạp, người định giá không thể tính toán được giá trị tài sản thuần. Đó là trường hợp xác định giá trị tài sản của một tập đoàn, có nhiều chi nhánh là các doanh nghiệp, có các chứng khoán đầu tư khác nhau, những tài sản đặc biệt,... đòi hỏi phải tổng kiểm kê, đánh giá chi tiết rất tốn kém, mất nhiều thời gian, bị lệ thuộc vào các thông số kỹ thuật của tài sản... sai số sẽ rất cao và khi tổng hợp sẽ không còn phù hợp với giá trị thị trường.

- Phương pháp này cũng hạn chế trong trường hợp tài sản của doanh nghiệp chủ yếu là tài sản vô hình như doanh nghiệp có thương hiệu mạnh, có bí quyết công nghệ, ban lãnh đạo doanh nghiệp có năng lực và đội ngũ nhân viên giỏi... Và cũng không đưa ra hướng dẫn cụ thể cho việc định giá các tài sản vô hình như danh tiếng, uy tín trên thị trường, nhãn hiệu hàng hóa, sở hữu trí tuệ... do đó việc xác định giá trị của tài sản vô hình sẽ phụ thuộc rất nhiều vào chủ quan của người định giá dẫn đến việc giá trị của chúng có thể được định giá quá cao hoặc quá thấp so với giá trị hợp lý. Việc định giá sở hữu trí tuệ nếu không tính đến đặc thù của các ngành công nghiệp dựa trên khoa học kỹ thuật cũng như các công ty tập trung đầu tư cho nghiên cứu và phát triển có thể sẽ đánh giá quá thấp sở hữu trí tuệ của doanh nghiệp.

3.2.4 Điều kiện áp dụng

- Theo phương pháp giá trị tài sản thuần, giá trị doanh nghiệp được cấu thành từ giá trị của những tài sản cụ thể, có căn cứ, có tính pháp lý rõ ràng mà người mua chắc chắn sẽ nhận được khi sở hữu doanh nghiệp. Do vậy, giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp này có tính thuyết phục nhất định trong giao dịch mua lại doanh nghiệp. Số tiền mà người mua bỏ ra luôn được đảm bảo bằng một số lượng tài sản có thật.

- Phương pháp giá trị tài sản thuần xác định một mức giá trị tài sản thấp nhất, trong đó có một số tài sản được căn cứ vào giá thị trường và có thể bán rời được, là mức giá khởi điểm để các bên có liên quan đưa ra trong quá trình giao dịch và đàm phán về giá bán doanh nghiệp.

- Phương pháp này thích hợp và trở thành tiêu chuẩn cơ bản để xác định giá trị doanh nghiệp đối với những doanh nghiệp nhỏ số lượng tài sản không nhiều, các doanh nghiệp không rõ ràng về chiến lược kinh doanh, thiếu căn cứ xác định các khoản thu nhập trong tương lai.

- Đối với các doanh nghiệp lớn, khi cần phải sử dụng kết hợp nhiều phương pháp để tính số bình quân, thì giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp này cũng được lựa chọn và đánh giá với trọng số cao nhất định.

- Phương pháp này áp dụng đối với đa số các loại hình doanh nghiệp mà tài sản của doanh nghiệp chủ yếu là tài sản hữu hình.

- Có thể áp dụng cho doanh nghiệp “có vấn đề” đang trong giai đoạn thua lỗ có dòng tiền tương lai âm vì đối với các doanh nghiệp này việc dự đoán dòng tiền tương lai sẽ rất khó khăn vì doanh nghiệp có khả năng bị phá sản. Đối với doanh nghiệp dự kiến sẽ bị phá sản, phương pháp phân tích chiết khấu dòng tiền thường không áp dụng vì phương pháp này xem doanh nghiệp là một sự đầu tư luôn tiếp diễn và tạo ra dòng tiền dương cho nhà đầu tư. Ngay cả đối với các doanh nghiệp đang thua lỗ nhưng còn có thể tồn tại được, sẽ rất khó khăn khi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền vì dòng tiền sẽ phải được dự báo cho đến khi đạt được dòng tiền dương bởi việc chiết khấu về hiện tại một dòng tiền âm sẽ cho ra kết quả giá trị doanh nghiệp âm.

- Được sử dụng khi phương pháp chiết khấu dòng tiền cho ra kết quả giá trị doanh nghiệp thấp hơn giá trị của tài sản hữu hình của doanh nghiệp vì trong trường hợp này giá trị của doanh nghiệp (chẳng hạn như công ty đầu tư kinh doanh bất động sản) có thể phần lớn phụ thuộc vào giá trị tài sản mà nó nắm giữ.

3.3 Phương pháp định lượng Goodwill (lợi thế thương mại)

3.3.1 Cơ sở lý luận

Trong thực tế có những khác biệt về vị trí kinh doanh tốt hơn, chất lượng sản phẩm cao hơn, trình độ quản lý giỏi hơn, mạng lưới phân phối rộng lớn hơn, v.v... là những yếu tố vô hình đã làm nên sự khác biệt lợi nhuận giữa các doanh nghiệp có cùng quy mô hoạt động, có cùng giá trị đầu tư. Chẳng hạn, doanh nghiệp A ứng ra số vốn là 100 (đơn vị tiền tệ), thu về một khoản lợi nhuận là 10 (đơn vị tiền tệ) tương đương với tỷ suất sinh lời trên vốn là 10%. Doanh nghiệp B cũng ứng ra một lượng vốn như vậy, nhưng thu được lợi nhuận là 15 (đơn vị tiền tệ), tương ứng với tỷ suất lợi nhuận là 15%.

Nếu tỷ suất sinh lời trung bình trên thị trường là 10% thì khoản lợi nhuận vượt trội so với mức trung bình của doanh nghiệp B là 5% (15%-10%) gọi là siêu lợi nhuận. Siêu lợi nhuận được tạo ra từ những tài sản vô hình có giá trị vượt trội. Do đó, giá trị tài sản vô hình trong một doanh nghiệp được tính bằng giá trị hiện tại của khoản thu nhập do tài sản vô hình tạo ra hay tức là bằng giá trị hiện tại của các khoản siêu lợi nhuận.

Theo phương pháp định lượng Goodwill (Goodwill Valuation Method) này giá trị doanh nghiệp được tính bằng giá trị của các tài sản thuần đánh giá lại theo phương pháp tài sản cộng với (+) giá trị lợi thế thương mại. Trong đó giá trị lợi thế thương mại của doanh nghiệp được tính bằng giá trị hiện tại của các khoản siêu lợi nhuận do lợi thế thương mại (tài sản vô hình không phân định cụ thể được) của doanh nghiệp tạo ra.

3.3.2 Nội dung

Từ quan điểm trên, công thức xác định giá trị doanh nghiệp tổng quát được xác định:

$$V_0 = ANC + GW \quad (3.3)$$

Trong đó:

- V_0 : Giá trị doanh nghiệp.
- ANC : Giá trị tài sản thuần của doanh nghiệp.
- GW : Giá trị tài sản vô hình hay lợi thế thương mại.

GW được tính toán bằng công thức như sau:

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{B_t - r.A_t}{(1+i)^t} \quad (3.4)$$

Trong đó:

- + B_t : Lợi nhuận năm t .
- + A_t : Giá trị tài sản đưa vào kinh doanh năm t .
- + r : Tỷ suất lợi nhuận bình thường của tài sản đưa vào kinh doanh (Bình quân phổ biến theo ngành).
- + $r.A_t$: Lợi nhuận bình thường của tài sản năm t .
- + $B_t - r.A_t$: Siêu lợi nhuận ở năm t .
- + i : Tỷ suất chiết khấu.

Như vậy, công thức (3) có thể viết lại như sau:

$$V_0 = ANC + GW = ANC + \sum_{t=1}^n \frac{B_t - r.A_t}{(1+i)^t} \quad (3.5)$$

Có những quan điểm rất khác nhau trong việc lựa chọn các tham số B_t , A_t và r trong công thức trên, cụ thể như sau:

Bảng 3-1. Các phương pháp chọn tham số để tính Goodwill

Tên phương pháp	Tỷ suất sinh lợi bình thường của tài sản (r)	Lợi nhuận (B_t)	Tài sản đầu tư vào kinh doanh (A_t)
UEC (Hiệp hội chuyên gia kế toán Châu Âu) ⁽¹⁾	Chi phí sử dụng vốn trung bình các nguồn vốn trung và dài hạn (WACC)	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	Tổng giá trị tài sản (không phân biệt nguồn vốn tài trợ)
Anglo - Saxons	Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (k_e)	Lợi nhuận thuần	Giá trị tài sản thuần (vốn chủ sở hữu) được đánh giá lại
CPNE (Vốn thường xuyên cần thiết cho kinh doanh)	Chi phí sử dụng vốn trung bình các nguồn vốn trung và dài hạn (WACC)	Lợi nhuận sau thuế trước lãi vay trung và dài hạn	Vốn thường xuyên được tài trợ bằng các nguồn ổn định (vốn chủ sở hữu, vốn vay trung và dài hạn)

Nguồn: Nguyễn Minh Hoàng, 2006

- Phương pháp UEC lựa chọn các tham số trên cơ sở cho rằng: tài sản của doanh nghiệp còn được tài trợ bởi các khoản nợ. Do đó, người mua phải có bổn phận tạo ra tỷ suất lợi nhuận tối thiểu bảo đảm được các chi phí cơ hội của các nhà đầu tư; cụ thể hơn chính là phải trả được lãi vay và mức lợi tức tối thiểu mà các cổ đông (chủ sở hữu) đòi hỏi. Vì vậy,

+ Tỷ suất sinh lãi bình thường được lựa chọn là chi phí sử dụng vốn trung bình của doanh nghiệp, chi phí sử dụng vốn trung bình của doanh nghiệp là sự phản ánh mức sinh lời tối thiểu mà các nhà đầu tư đòi hỏi ở doanh nghiệp tương ứng với một cơ cấu nợ nhất định.

+ Khoản lợi nhuận vượt mức sinh lời tối thiểu đó mới được coi là siêu lợi nhuận (GW). Vì vậy, lợi nhuận (B_t) là lợi nhuận trước thuế, mà đó chính là lợi nhuận “bình thường” sinh ra do yếu tố hữu hình và vô hình của doanh nghiệp.

- Phương pháp Anglo - Saxons lựa chọn các tham số chú trọng đến yếu tố rủi ro: ít có doanh nghiệp nào được tài trợ bằng 100% vốn chủ sở hữu. Khi cơ cấu nợ tăng lên thì rủi ro tài chính cũng tăng. Vì vậy, tỷ suất sinh lời tối thiểu trên vốn chủ sở hữu cũng phải tăng lên để bù đắp những rủi ro có thể gặp phải. Nghĩa là:

+ Tỷ suất sinh lời tối thiểu đối với số vốn đầu tư của chủ sở hữu tương ứng với giá trị tài sản thuần được đánh giá lại phải là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

+ Lợi nhuận thuần mà doanh nghiệp mang lại vượt mức sinh lời đòi hỏi chủ sở hữu mới được coi là siêu lợi nhuận.

- Phương pháp CPNE: doanh nghiệp được xem như một dự án đầu tư có sẵn nhằm thu được siêu lợi nhuận. Đầu tư vào tài sản cố định và tài sản lưu động phải được bảo đảm bằng các nguồn tài trợ ổn định, tức là các nguồn vốn dài hạn và trung hạn.

Lợi nhuận của doanh nghiệp đạt được chủ yếu phụ thuộc vào những tính toán về đầu tư dài hạn vào những tài sản thường xuyên. Do đó,

+ Tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp tối thiểu phải đủ bù đắp chi phí sử dụng vốn trung, dài hạn;

+ Nếu lợi nhuận được tạo ra cao hơn mức sinh lời đó mới được xem là siêu lợi nhuận.

Các quan niệm khác nhau về các tham số tính toán nêu trên hay chính là sự khác biệt quan niệm về chi phí cơ hội của các nhà đầu tư, chắc chắn kết quả tính toán về giá trị vô hình sẽ không giống nhau, mà nhiều khi các chuyên gia đánh giá phải lựa chọn một thái độ dung hòa chủ quan, không thuần túy mang tính kinh tế. Có thể nhận thức vấn đề qua tình trạng như sau:

+ Người bán có thể lập luận rằng lãi suất trái phiếu chính phủ là mức lãi suất đầu tư an toàn nhất. Vì vậy mức sinh lời hiện tại hóa phải tối thiểu bằng lãi suất trái phiếu Chính phủ.

+ Còn đối với người mua sẽ xác định một mức sinh lời dễ dàng đối với năng lực của họ và thường là cao hơn mức sinh lời do người bán nêu. Nếu doanh nghiệp không đạt được mức sinh lời đó thì người mua sẽ đầu tư vào doanh nghiệp khác.

Do vậy, phương pháp định lượng GoodWill (GW) ngoài những khó khăn về việc chọn lựa các tham số tỷ suất hiện tại hóa (i), thời hạn (n) như các phương pháp hiện tại hóa nguồn tài chính còn gặp phải những phức tạp khi xác định chi phí cơ hội của các nhà đầu tư và những ước lượng về sự biến động của tài sản doanh nghiệp (Bt) trong tương lai.

Để đơn giản hóa trong việc tính toán, các nhà kinh tế khuyến nghị:

+ Nên chọn tỷ suất sinh lời “bình thường” của tài sản bằng tỷ suất lợi nhuận trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh; hoặc

+ Bằng nghịch đảo của tỷ số giá trên lợi nhuận (P/E hay PER) của các doanh nghiệp tham gia thị trường chứng khoán có điều kiện sản xuất - kinh doanh tương tự.

Ví dụ 3.2: Về việc tính toán giá trị doanh nghiệp theo phương pháp định lượng Goodwill:

Doanh nghiệp A có tình hình như sau:

- Giá trị tài sản thuần được định giá là 150 tỷ đồng.

- Lợi nhuận thuần được điều chỉnh và tính toán lại theo phương pháp bình quân số học của năm gần nhất là 30 tỷ đồng. Ước tính lợi nhuận thuần tăng bình quân 9%/năm trong 5 năm tới.

- Tỷ lệ phân chia cổ tức ổn định ở mức 45% lợi nhuận thuần.

- Biết rằng:

+ Tỷ suất lợi nhuận trung bình của các doanh nghiệp có điều kiện sản xuất - kinh doanh tương tự là 14%.

+ Lãi suất trái phiếu chính phủ là 12%, tỷ lệ rủi ro trung bình trên thị trường chứng khoán là 4%. Tỷ suất hiện tại hóa được thỏa thuận là lãi suất trái phiếu chính phủ cộng (+) tỷ lệ rủi ro. Như vậy, tỷ suất hiện tại hóa là: $12\% + 4\% = 16\%$.

- Ước tính:

+ Giá trị tài sản tăng hàng năm?

+ Giá trị doanh nghiệp?

Chỉ tiêu/Năm	0	1	2	3	4	5
1. Lợi nhuận thuần (tăng 9%/năm)	30	32.70	35.64	38.85	42.35	46.16
2. Phân chia lợi tức cổ phần (45% x Lợi nhuận thuần)		14.72	16.04	17.48	19.06	20.77
3. Lợi nhuận bổ sung vào tài sản (1 - 2)		17.99	19.60	21.37	23.29	25.39
4. Giá trị tài sản thuần ban đầu	150					
5. Giá trị tài sản thuần tăng hàng năm		167.99	187.59	208.96	232.25	257.64
6. Lợi nhuận bình thường của tài sản (14%/năm x 5)		23.52	26.26	29.25	32.51	36.07
7. Siêu lợi nhuận (1 - 6)		9.18	9.38	9.60	9.83	10.09
8. Thừa số hiện tại hóa f (16%,5)		1.16	1.35	1.56	1.81	2.10
9. Giá trị hiện tại của siêu lợi nhuận (7/8)		7.92	6.97	6.15	5.43	4.80

Giải thích:

- Chỉ tiêu 5: Giá trị tài sản thuần tăng hàng năm = Giá trị tài sản thuần năm trước + Lợi nhuận bổ sung vào tài sản (chỉ tiêu 3).

- Chỉ tiêu 6: Áp dụng tỷ suất lợi nhuận trung bình của các doanh nghiệp tương tự (14%).

- Chỉ tiêu 8: Áp dụng công thức $\frac{1}{(1+i)^t}$ với $i = 12\% + 4\% = 16\%$ và $t = 1, 2, \dots, 5$.

Kết quả:

$$GW = 7.92 + 6.97 + 6.15 + 5.43 + 4.80 = 31,27 \text{ tỷ đồng.}$$

Giá trị doanh nghiệp = Giá trị tài sản thuần (ANC) + Giá trị tài sản vô hình (GW)

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = 150 + 31,27 = \mathbf{181,27 \text{ tỷ đồng.}}$$

3.3.3 Ưu và nhược điểm của phương pháp

(a) Ưu điểm

- Phương pháp định lượng GW là một phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp có cơ sở lý luận vững chắc nhất, chứng minh rằng giá trị của một doanh nghiệp được cấu thành từ hai yếu tố hữu hình và vô hình. Và đã lượng hóa được các yếu tố vô hình, như tiềm lực, giá trị về tổ chức,... của doanh nghiệp.

- Công thức $V_0 = ANC + GW = ANC + \sum_{t=1}^n \frac{B_t - r \cdot A_t}{(1+i)^t}$ cho thấy phương pháp định lượng GW đã tạo nên lợi thế khá lớn cho các chuyên gia định giá thông qua việc bù trừ các sai sót có thể xảy ra khi đánh giá lại giá trị tài sản thuần của doanh nghiệp: nếu tài sản (ANC, A_t) được đánh giá cao lên sẽ làm giảm giá trị GW. Ngược lại, nếu tài sản được đánh giá thấp, thì sẽ được bù đắp bằng việc tăng giá trị GW.

- Phương pháp GW tạo ra cơ sở để phân tích mức độ tác động của yếu tố rủi ro kinh doanh và rủi ro lãi suất đến giá trị doanh nghiệp:

+ Khi cho là giá trị tài sản (ANC, A_t) đã được đánh giá cao lên, đặc biệt là đối với tài sản cố định, việc phân tích các rủi ro trong kinh doanh sẽ được chú ý bằng cách đánh giá sự tác động của sản lượng đến lợi nhuận trước thuế và lãi; Từ đó, xác định được ảnh hưởng của việc đánh giá tài sản đến siêu lợi nhuận trong ngắn hạn.

+ Để đơn giản hóa trong tính toán, đôi khi yếu tố r (tỷ suất lợi nhuận bình thường) đã được thay thế bằng lãi suất trái phiếu Chính phủ là mức độ rủi ro tối thiểu về lãi suất có thể xảy đến với doanh nghiệp.

- Phương pháp GW có tính đến lợi ích của cả người mua và người bán:

+ Với người mua có thể nhắm đến lợi nhuận cao hơn mức sinh lời bình thường của tài sản chứ không mua tài sản.

+ Với người bán có được quyết định đầu tư khi xác định được mức sinh lời tối thiểu của một đồng vốn đưa vào đầu tư.

- Phương pháp GW mang lại một sự tin tưởng vững chắc hơn các phương pháp khác.

(b) Hạn chế

- Trong nền kinh tế thị trường, quy luật cạnh tranh tồn tại khách quan và tác động đến quy luật lợi nhuận, do vậy các doanh nghiệp rất khó duy trì lợi thế thương mại một cách lâu dài cũng như khó có thể tiên liệu thời gian thu được siêu lợi nhuận một cách lâu dài. Do vậy không có căn cứ để dự báo thời hạn (n) làm cơ sở xây dựng các giả định về lợi nhuận tương lai.

- Phương pháp GW là sự kết hợp giữa hai phương pháp giá trị tài sản thuần và phương pháp vốn hóa thu nhập. Chính vì vậy, cũng gặp phải những hạn chế về việc định giá tài sản hiện tại, như đánh giá các tài sản đặc biệt, không có bán trên thị trường, tài sản đã lỗi thời... và thu nhập trong tương lai, như các tham số bị chi phối bởi các yếu tố chủ quan về lợi nhuận tương lai, tỷ suất hiện tại hóa,...

- Trong công thức tính GW cho thấy: tài sản đưa vào kinh doanh (At) sẽ được nâng lên theo tỷ lệ lợi nhuận “bình thường” của ngành (r), có nghĩa là GW sẽ biến thiên ngược chiều với tỷ suất sinh lời. Hay tức là nếu lựa chọn tỷ suất sinh lời càng nhỏ, thì GW càng lớn. Sự lựa chọn tỷ suất sinh lời nhiều khi không có cơ sở vững chắc hoặc không thận trọng dễ dẫn đến những sai lầm hoặc không chính xác về giá trị vô hình GW.

3.3.4 Điều kiện áp dụng

Phương pháp định lượng GW cho đến nay là phương pháp duy nhất xác định giá trị tài sản vô hình của một doanh nghiệp và đây là phương pháp có cơ sở lý luận vững chắc. Do vậy, các trường hợp định giá doanh nghiệp thông thường áp dụng phương pháp tài sản đều nên sử dụng phương pháp định lượng GW. Phương pháp này đặc biệt phù hợp với các doanh nghiệp có yếu tố vô hình cao như các doanh nghiệp vị trí kinh doanh tốt hơn, chất lượng sản phẩm cao hơn, trình độ quản lý giỏi hơn, mạng lưới phân phối rộng lớn hơn. Nếu xét theo ngành nghề, nhóm các doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ, doanh nghiệp công nghệ phù hợp với mô hình định giá GW.

Phương pháp GW cũng được quy định chính thức trong văn bản liên quan tới định giá của chính phủ. Chẳng hạn điều 32, Nghị định 59/2011/NĐ-CP ngày 18/7/2011 về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần quy định:

- Giá trị lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa gồm giá trị thương hiệu, tiềm năng phát triển.
- Giá trị lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa do cơ quan có thẩm quyền quyết định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa xem xét, quyết định nhưng không thấp hơn giá trị lợi thế kinh doanh được xác định theo hướng dẫn của Bộ Tài chính.

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG

Câu hỏi lý thuyết

1. Trình bày cơ sở lý luận, nội dung, ưu và nhược điểm, điều kiện áp dụng của phương pháp giá trị tài sản thuần.

2. Trình bày cơ sở lý luận, nội dung, ưu và nhược điểm, điều kiện áp dụng của phương pháp định lượng Goodwill.
3. Nhận xét ưu và nhược điểm của các phương pháp xác định giá trị tài sản và nợ phải trả trong phương pháp giá trị tài sản thuần.
4. Nhận xét ưu và nhược điểm của các phương pháp xác định giá trị các chỉ tiêu trong phương pháp định lượng Goodwill.
5. Trình bày nội dung phương pháp xác định giá trị lợi thế thương mại theo Nghị định 59/2011/NĐ-CP về chuyển Doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước thành Công ty Cổ phần.

Bài tập

Bài 1. Doanh nghiệp X có tài liệu Bảng cân đối kế toán dạng rút gọn của doanh nghiệp X ngày 31/12/N .

Đơn vị tính: trđ

Tài sản	Số tiền	Nguồn vốn	Số tiền
Tài sản ngắn hạn	700	Nợ phải trả	900
Tài sản dài hạn	1800	Vốn chủ sở hữu	1600
Tổng tài sản	2500	Tổng nguồn vốn	2500

Việc đánh giá lại toàn bộ tài sản của doanh nghiệp cho thấy có những thay đổi như sau :

- 1 Một số khoản phải thu khó đòi là 80 triệu đồng, công ty mua bán nợ chấp nhận mua lại khoản nợ này với giá bằng 30% giá trị khoản nợ.
- 2 Nguyên vật liệu tồn kho kém phẩm chất, không đáp ứng yêu cầu của sản xuất có giá trị giảm theo sổ sách kế toán là 60 triệu đồng
- 3 TSCĐ hữu hình trên sổ sách là 1300 triệu đồng, giá trị đánh giá lại theo giá thị trường là 1500 triệu đồng
- 4 Doanh nghiệp X còn phải trả tiền thuê TSCĐ trong 10 năm, mỗi năm 50 triệu đồng. Muốn thuê một TSCĐ với những điều kiện tương tự như vậy tại thời điểm hiện hành thường phải trả 60 triệu đồng mỗi năm. Tỷ suất hiện tại hóa là 20%.
- 5 Đầu tư chứng khoán vào công ty B: (2.000 cổ phiếu) theo giá trị trên sổ sách kế toán là 200 triệu đồng. Giá chứng khoán của công ty B tại Sở giao dịch chứng khoán tại thời điểm đánh giá là 95.000 đồng/ cổ phiếu
- 6 Số vốn góp liên doanh theo giá trị trên sổ sách kế toán là 400 triệu đồng được đánh giá lại tăng 50 triệu đồng
- 7 Sau khi tập hợp hồ sơ công ty đã có đầy đủ tài liệu chứng minh có một số khoản phải trả nhưng đến thời điểm đánh giá công ty không phải thanh toán nữa là 100 triệu.

Yêu cầu: Hãy xác định giá trị doanh nghiệp X

Bài 2. Doanh nghiệp X có tài liệu sau: Bảng cân đối kế toán rút gọn ngày 31/12/N

DVT: triệu đồng

Tài sản	Số tiền	Nguồn vốn	Số tiền
A. TS ngắn hạn. B. TS dài hạn	500 1500	A. Nợ phải trả B. Vốn chủ sở hữu	600 1400
Tổng tài sản	2000	Tổng nguồn vốn	2000

Định giá doanh nghiệp X biết việc đánh giá lại toàn bộ tài sản của doanh nghiệp cho thấy có những thay đổi sau:

- 1 Một số khoản phải thu không có khả năng đòi được là 40 triệu đồng. Số còn lại được xếp vào dạng nợ khó đòi có giá trị là 60 triệu đồng. Công ty mua bán nợ đồng ý mua với số tiền bằng 30% giá trị của khoản nợ khó đòi
- 2 Nguyên vật liệu tồn kho kém phẩm chất, theo kết quả đánh giá lại giảm 30 triệu đồng.
- 3 TSCĐ hữu hình có giá trị trên sổ sách là 1200 triệu đồng, giá trị của số tài sản này đánh giá lại theo giá thị trường là 1350 triệu đồng
- 4 Doanh nghiệp X cho thuê một TSCĐ trong 10 năm, mỗi năm 20 triệu đồng. Muốn thuê một TSCĐ với những điều kiện tương tự như vậy tại thời điểm hiện hành thường phải trả 25 triệu đồng mỗi năm. Lãi suất chiết khấu là 10%
- 5 Giá chứng khoán của công ty B tại sở giao dịch chứng khoán tại thời điểm đánh giá là 125.000đ/cổ phiếu. Giá trị sổ sách của khoản đầu tư chứng khoán vào công ty B là 300 triệu đồng với số lượng 3000 CP
- 6 Vốn góp liên doanh được đánh giá lại tăng 20 triệu đồng
- 7 Theo hợp đồng thuê tài sản, người đi thuê còn phải trả dần trong 20 năm, mỗi năm trả một lượng tiền đều nhau là 10 triệu đồng . Giá trị còn lại của TS cho thuê trên sổ sách kế toán là 180 triệu đồng

Yêu cầu: Hãy xác định giá trị doanh nghiệp X

Bài 3. Một doanh nghiệp có tài liệu sau:

A. Tổng giá trị tài sản theo sổ sách là 4500 triệu đồng, nhưng khi đánh giá lại theo giá thị trường có sự thay đổi như sau:

- 1 Trong tổng nợ phải thu có:
 - 100 triệu đồng xác định không thu được vì con nợ đã phá sản
 - 240 triệu đồng là nợ phải thu khó đòi, công ty mua bán nợ chỉ trả không quá 140 triệu
 - 160 triệu khả năng chỉ thu được 80%

- 2 Giá trị hàng hóa tồn kho có một số loại giá trị tăng giảm như sau:
 - Vật tư mất giá 80 triệu
 - Hàng hóa A tồn kho tăng giá 180 triệu
 - Hàng hóa B tồn kho 360 triệu, bị mất phẩm chất phải hủy bỏ toàn bộ.
- 3 Tài sản CDHH được đánh giá lại tăng thêm 300 triệu
- 4 Tài sản cố định vô hình đánh giá lại giảm đi 60 triệu
- 5 Các khoản đầu tư dài hạn ra ngoài doanh nghiệp đánh giá lại tăng 120 triệu

B. Toàn bộ tài sản trên được tài trợ từ hai nguồn

- 1 Nợ phải trả 2700 triệu trong đó có khoản nợ phải trả không trả được (không phải trả) 300 triệu.
- 2 Nguồn vốn chủ sở hữu: 1800 triệu

Yêu cầu: Hãy xác định giá trị doanh nghiệp

TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG

Bộ Tài chính, 2016, *Thẩm định giá doanh nghiệp*, Tài liệu bồi dưỡng kiến thức ngắn hạn nghiệp vụ thẩm định giá.

Nguyễn Minh Điện, 2010, *Thẩm định giá Tài sản và Doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Thông kê, Hà Nội.

Nguyễn Minh Hoàng, 2008, *Nguyên lý chung định giá tài sản và giá trị doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Lao động - Xã hội, Hà Nội.

Fernández P., 2007, *Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations*, IESE Business School, University of Navarra, Spain.

Koller T., Goedhart M., Wessels D., 2015, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6th edition, Wiley.

CHƯƠNG 4. PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

4.1 Cơ sở lý luận chung

Khi đầu tư một doanh nghiệp, người đầu tư sẽ phải trả một số tiền để đổi lấy quyền được hưởng các lợi ích, thu nhập sinh ra từ doanh nghiệp ấy. Nói khác đi nhà đầu tư muốn đầu tư vốn để có được một nguồn tài chính hàng năm trong tương lai với một mức lợi suất có thể chấp nhận được. Và đặc biệt trên quan điểm thời giá của tiền tệ và đầu tư là hoạt động bỏ vốn với số lượng lớn trong một khoảng thời gian dài, cho nên yếu tố mà người ta không thể bỏ qua là thời điểm phát sinh các dòng tiền đó.

Cơ sở lý luận chung của phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flow Method) là giá trị thị trường của doanh nghiệp bằng với giá trị hiện tại của tất cả các khoản thu nhập, hoặc dòng tiền trong tương lai mà nhà đầu tư có thể nhận được từ doanh nghiệp ấy với một tỷ suất sinh lời phù hợp. Quá trình chuyển đổi các dòng thu nhập ròng tương lai thành giá trị hiện tại còn được gọi là quá trình vốn hóa thu nhập/ dòng tiền. Theo đó giá trị của một doanh nghiệp được xác định dựa trên công thức tổng quát:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} \quad (4.1)$$

Trong đó

- V_0 : Giá trị doanh nghiệp.
- CF_t : Thu nhập đem lại cho nhà đầu tư tại năm thứ t .
- i : Tỷ suất chiết khấu.
- n : Thời gian nhận được thu nhập (tính theo năm).

Có thể diễn đạt công thức trên thành lời như sau: Người mua sẵn sàng trả V_0 để có doanh nghiệp nếu doanh nghiệp tạo ra được các khoản thu CF_t trong n năm với tỷ suất sinh lời hợp lý là i .

Xuất phát từ công thức tổng quát trên mà tùy theo nhà đầu tư, tùy theo cách nhìn nhận về lợi ích mà doanh nghiệp có thể mang lại cho mình, người ta thực hiện vận dụng và phát triển công thức định giá doanh nghiệp dưới nhiều hình thức khác nhau.

4.2 Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

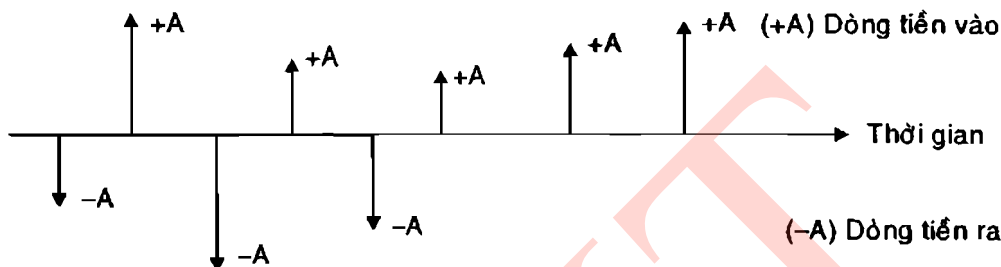
4.2.1 Cơ sở lý luận

“Đầu tư đa số” là việc bỏ vốn nhằm đạt đến khả năng có thể thu tóm quyền kiểm soát doanh nghiệp. Ngược lại, đó là “đầu tư thiểu số”, chỉ nhắm đến khoản thu nhập do sự tăng giá chứng khoán và lợi tức cổ phần. Thu nhập mang lại cho nhà “đầu tư thiểu số” có tính cách thụ động.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần (hay còn gọi là phương pháp hiện tại hóa dòng tiền thuần) (Net Asset Value Discount Method) là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên quan điểm đánh giá của nhà đầu tư đa số - đó là:

- Không thụ động trông chờ vào sự may rủi của các khoản lợi tức cổ phần mà doanh nghiệp có thể sẽ trả trong tương lai. Mà mua doanh nghiệp giống như việc đổi lấy một dự án đang được triển khai, đổi lấy một cơ hội, để khi nắm quyền kiểm soát còn có thể điều khiển dự án / doanh nghiệp hoạt động theo những dự định, tính toán và ý tưởng riêng của mình.

- Quá trình sản xuất - kinh doanh là một quá trình phát sinh các dòng tiền vào / ra:



Nhà đầu tư chỉ quyết định mua doanh nghiệp trên cơ sở xem xét và đánh giá doanh nghiệp theo tiêu chuẩn hiệu quả của dự án đầu tư. Tức là, xem xét và cân nhắc số lượng tiền phải tiếp tục bỏ ra (dòng tiền ra) và độ lớn các khoản thu nhập có thể đạt được (dòng tiền vào) trên cơ sở thời điểm phát sinh của các dòng tiền đó.

4.2.2 Nội dung

Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần được xác định theo công thức như sau:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^n} \quad (4.2)$$

Trong đó:

- V_0 : Giá trị doanh nghiệp.
- CF_t : Thu nhập đem lại cho nhà đầu tư tại năm thứ t .
- V_n : Giá trị doanh nghiệp vào cuối chu kỳ hoạt động hoặc phân tích (đầu tư năm thứ n).
- i : Tỷ suất chiết khấu.
- n : Thời gian hoạt động của doanh nghiệp hoặc thời kỳ phân tích.

Các bước tiến hành

- Bước 1: Thực hiện dự báo dài hạn về các dòng tiền thuần phát sinh trong tương lai (Dòng tiền thuần = Dòng tiền vào – Dòng tiền ra), bao gồm:

+ Dự báo về doanh thu, chi phí, vốn đầu tư và các khoản vốn rút ra khỏi quá trình luân chuyển từng năm.

+ Dự báo chu kỳ đầu tư (n) và giá trị doanh nghiệp ở thời điểm cuối chu kỳ đó Vn. Thường thời điểm cuối chu kỳ đầu tư được xác định khi mà số liệu dự báo trong tương lai xa không còn đủ tin cậy.

- Bước 2: Xác định tỷ suất hiện tại hóa.

Tỷ suất hiện tại hóa được lựa chọn trên nguyên tắc vừa thể hiện được yếu tố thời giá của tiền tệ, vừa tính đến yếu tố rủi ro. Phương pháp này thường tìm cách dự tính chi phí sử dụng vốn bình quân là chi phí cơ hội đầu tư vốn vào doanh nghiệp.

- Bước 3: Xác định giá trị hiện tại của dòng tiền theo tỷ suất hiện tại hóa nói trên.

Ví dụ 4.1: Xác định giá trị doanh nghiệp A, có các thông tin sau:

Chỉ tiêu \ Năm	1	2	3	4	5	Giá trị cuối cùng
1. Doanh thu	150	175	160	180	185	
2. Tổng chi phí bằng tiền	120	135	125	140	143	
3. Khấu hao	10	10	12	12	10	
4. Lãi vay	8	9	7	6	5	
5. Thu nhập chịu thuế (1-2-3-4)	12	21	16	22	27	
6. Thuế thu nhập (32% x 5)	3.84	6.72	5.12	7.04	8.64	
7. Lợi nhuận thuần (5-6)	8.16	14.28	10.88	14.96	18.36	
8. Dòng tiền vào (7+3+4)	26.16	33.28	29.88	32.96	33.36	
9. Đầu tư vào tài sản cố định	12	5	17	18	5	
10. Chênh lệch về vốn lưu động thường xuyên	9	7	6	-3	15	
11. Dòng tiền thuần (8-9-10)	5.16	21.28	6.88	17.96	13.36	133.60 ⁽¹⁾
12. Thừa số hiện tại hóa (10%)	0.909	0.826	0.751	0.683	0.621	0.621
13. Giá trị hiện tại (12 x 11)	4.691	17.587	5.169	12.267	8.296	82.955

Chỉ tiêu \ Năm	1	2	3	4	5	Giá trị cuối cùng
14. Khoản nợ ở thời điểm hiện tại	10.40					
15. Giá trị doanh nghiệp	= (4.691 + 17.587 + 5.169 + 12.267 + 8.296 + 82.955) - 10.40 = 120.564 tỷ đồng					

Giải thích:

(1): Giá trị ở cuối chu kỳ đầu tư (Vn) hay còn gọi là giá trị đến hạn thường được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền thuần ở năm thứ 5 (năm cuối của chu kỳ đầu tư - theo ví dụ này) theo lãi suất 10% với thời hạn không xác định:

$$133.60 = \frac{13.36}{10\%}$$

Chỉ tiêu 12: Thừa số hiện tại hóa: $f(i; n) = \frac{1}{(1+10\%)^n}$; Thừa số hiện tại hóa ở cột giá trị cuối cùng bằng cuối của chu kỳ đầu tư (= năm thứ 5 = 0.621).

4.2.3 Ưu và nhược điểm của phương pháp

(a) Ưu điểm:

- Xác định giá trị doanh nghiệp trên góc độ của nhà đầu tư đa số, để qua đó thu tóm quyền kiểm soát doanh nghiệp. Doanh nghiệp được mua được xem là như một dự án đầu tư đang được triển khai nhưng còn khiếm khuyết, khi mua nhà đầu tư sẽ cải tổ và thay đổi các định hướng theo xu thế của nhà đầu tư.

Khi xem doanh nghiệp như là một dự án đầu tư, phải xem quá trình sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp như một chuỗi các dòng tiền sẽ phát sinh vào những thời điểm nhất định trong tương lai. Vì vậy, giá trị của doanh nghiệp phải được xác định dựa trên các tiêu chuẩn hiệu quả đầu tư, và các tác động đến giá trị doanh nghiệp đều phải đưa vào đánh giá chi tiết: Môi trường bên ngoài, như: các tác động đến môi trường kinh tế, chính trị, khách hàng, người cung cấp... Môi trường bên trong, như: tài sản, vị trí,... (xem chương 1 phần các yếu tố tác động tới giá trị doanh nghiệp)... Từ đó, xác định những triển vọng, xây dựng những dự án bổ sung,... làm cơ sở xác định giá trị doanh nghiệp.

Thực chất của việc đánh giá như trên đó là “lựa chọn phương án đầu tư tối ưu”. Do đó, giá trị doanh nghiệp tính toán được sẽ là mức giá cao nhất mà nhà đầu tư có thể ngã giá, khi tham gia đấu thầu thì đó sẽ là giới hạn để bỏ thầu. Ở khía cạnh này, có thể nói phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần là một phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp khó có thể thay thế được dưới góc nhìn về lợi ích của nhà đầu tư đa số.

- Giá cả mua bán doanh nghiệp sẽ có khác biệt theo cách đầu tư mới và nhận định của từng nhà đầu tư trong tương lai, do vậy phương pháp này giải thích được sự khác biệt giá trị doanh nghiệp này và doanh nghiệp khác.

- Phương pháp này được xem xét căn cứ vào sự biến động của dòng tiền trên cơ sở các số liệu về doanh thu, chi phí, thuế, vốn đầu tư, chu kỳ đầu tư, giá trị cuối cùng và tỷ suất hiện tại hóa. Do đó, được xem là phương pháp động. Nói khác đi, trên phạm vi rộng, phương pháp này đã hàm chứa ý nghĩa là giá trị doanh nghiệp có thể được thay đổi rất lớn tùy thuộc vào sự trù định của từng nhà đầu tư.

- Việc tính toán giá trị doanh nghiệp trên cơ sở dòng tiền của phương pháp này tránh được việc phải điều chỉnh phức tạp về số liệu kế toán đúng vào thời điểm phát sinh khoản tiền.

(b) Hạn chế:

- Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần có những khó khăn và hạn chế về ước lượng tỷ suất hiện tại hóa, chu kỳ đầu tư cuối cùng. Hơn nữa việc ước lượng và dự báo các dòng tiền vào và dòng tiền ra cũng phức tạp và nhiều khi mang tính chủ quan, làm ảnh hưởng tới tính chính xác của việc định giá doanh nghiệp.

- Phương pháp này không thích hợp với các doanh nghiệp nhỏ không có hoặc không rõ ràng về chiến lược kinh doanh.

- Phương pháp này đòi hỏi phải có thông tin đầy đủ, đáng tin cậy về môi trường vĩ mô, vi mô, môi trường bên trong, bên ngoài tác động đến doanh nghiệp. Đây là điều kiện khó có thể đáp ứng được, nhất là trong điều kiện hiện nay đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

4.2.4 Điều kiện áp dụng

- Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần thích hợp với việc xác định giá trị các doanh nghiệp có chiến lược kinh doanh rõ ràng. Đây thường phải là các doanh nghiệp vừa và lớn có lịch sử hoạt động kinh doanh trong một thời gian nhất định.

- Phương pháp này đòi hỏi người đánh giá phải có năng lực chuyên môn về dự án đầu tư và đánh giá dự án đầu tư.

4.3 Phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức

4.3.1 Cơ sở lý luận

Phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức (Dividend Discounted Method) xuất phát từ quan điểm cho rằng nhà đầu tư bỏ tiền ra mua cổ phiếu (tức là mua doanh nghiệp) không phải để lấy những tài sản hiện hành trong doanh nghiệp mà là để đổi lấy các khoản thu nhập trong tương lai mang lại từ cổ phiếu (cũng tức là từ doanh nghiệp) ấy. Do vậy, giá trị của một cổ phiếu phải được đánh giá bằng độ lớn của các khoản thu nhập (cổ tức) mà nhà đầu tư chắc chắn sẽ nhận được từ chính doanh nghiệp đó chứ không phải thu nhập

có được do yếu tố đầu cơ chứng khoán mang lại. Theo đó giá trị của doanh nghiệp sẽ bằng tổng giá trị các cổ phiếu mà doanh nghiệp đã phát hành.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức chỉ áp dụng định giá doanh nghiệp cổ phần.

4.3.2 Nội dung

Cổ phiếu là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với công ty cổ phần. Hàng năm người sở hữu cổ phiếu của công ty thường nhận được thu nhập là cổ tức. Thông thường cổ tức được chia theo mức lợi nhuận, kế hoạch đầu tư trong năm tới cũng như chính sách cổ tức của công ty nên khó ước lượng được chính xác mức cổ tức hàng năm mà cổ đông sẽ nhận được. Hơn nữa, cổ phiếu không có thời hạn đáo hạn; cổ đông chỉ có thể nhận phần vốn của mình khi doanh nghiệp bị thanh lý, phá sản hoặc bán lại cổ phiếu vào một thời điểm trong tương lai.

Vì những đặc điểm như vậy nên việc áp dụng công thức chiết khấu dòng tiền tổng quát (4.1) vào định giá doanh nghiệp dẫn tới ba khó khăn cơ bản:

- Thứ nhất: Phải dự báo được cổ tức hàng năm và giá trị bán lại cổ phiếu hoặc giá trị cổ phiếu tại thời điểm thanh lý, phá sản doanh nghiệp trong tương lai.

- Thứ hai: Các khoản thu nhập từ cổ phiếu bao hàm yếu tố không chắc chắn. Tức là đầu tư vào cổ phiếu là loại đầu tư chứa đựng nhiều rủi ro. Vì vậy, khó xác định được tỷ suất chiết khấu i .

- Thứ ba: Do thời điểm chi trả cổ tức không rõ ràng, cổ phiếu là loại chứng khoán không có thời gian đáo hạn (n) nên công thức (4.1) là một công thức không xác định.

Những khó khăn cơ bản trên làm công thức tổng quát (4.1) trở thành thiếu tính thực tiễn. Tuy nhiên, các nhà kinh tế tài chính vẫn tìm cách sử dụng công thức trên bằng cách xây dựng thêm một số lý thuyết về lợi tức cổ phần.

(1) Mô hình vốn hóa dòng cổ tức vô hạn và không đổi

(a) Khái niệm

Mô hình vốn hóa dòng cổ tức vô hạn không đổi là mô hình ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của công ty mà dòng cổ tức là vĩnh viễn và không tăng trưởng.

Mô hình này dựa vào giả định dòng cổ tức vô hạn không đổi. Mặc dù nhìn bên ngoài đây có vẻ là giả định rất phi thực tế, nhưng đây là giả định cần thiết để làm công thức tính trở nên thực tiễn hơn. Hơn nữa, giả định này hoàn toàn có tính hợp lý. Thứ nhất, mặc dù doanh nghiệp có thể chi trả lợi tức cổ phần giữa các năm không đều nhau, nhưng cũng có thể tính theo một số trung bình nào đó. Thứ hai, giả định công ty tồn tại vĩnh viễn hợp lý về mặt toán học khi khoản thu trong tương lai càng xa so với thời điểm hiện tại thì giá trị tính đổi về hiện tại sẽ càng nhỏ. Giá trị thu được ở những thời điểm có n rất lớn có thể coi như bằng 0.

(b) Công thức tính

Giả định của mô hình:

- Cổ tức dự kiến hàng năm là một khoản tiền ổn định ($D = D_1 = D_2 = \dots = D_n$);
- Công ty tồn tại vĩnh viễn; và
- Tỷ lệ tăng trưởng $g = 0\%$

Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty được tính theo công thức:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

Khi $t \rightarrow +\infty$, ta có:

$$V_0 = \frac{D}{k_e} \quad (4.3)$$

Trong đó:

- D : Cổ tức dự kiến chia cho cổ đông đều hàng năm.
- k_e : Chi phí sử dụng vốn cổ phần, cũng là tỷ suất sinh lợi dự kiến trên vốn cổ phần.

Có thể sử dụng công thức của mô hình Định giá tài sản vốn CAPM để tính k_e là:

$$k_e = R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Trong đó:

R_f : Lãi suất phi rủi ro. Ví dụ như: Lãi suất trái phiếu Chính phủ.

β : Hệ số đo lường rủi ro hệ thống của doanh nghiệp.

R_m : Tỷ suất sinh lời trung bình của thị trường

Ví dụ 4.3: Công ty B dự kiến từ năm kế tiếp sẽ chia cho các chủ sở hữu mỗi năm là 3 tỷ đồng, biết suất sinh lợi mong muốn trên thị trường của vốn cổ phần công ty là 12%/năm, giá trị vốn chủ sở hữu của công ty X là:

$$V_0 = \frac{3}{12\%} = 25 \text{ tỷ đồng}$$

(c) Điều kiện áp dụng

Phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức không tăng trưởng áp dụng đối với các doanh nghiệp mà lợi nhuận tạo ra hàng năm đều chia cổ tức hết cho cổ đông, không giữ lại để tái đầu tư nên không có sự tăng trưởng.

(d) Hạn chế

Trong thực tế, phương pháp này áp dụng rất khó vì cổ tức thường không chia hết cho cổ đông qua mọi năm mà để lại một phần để tái đầu tư hoặc mở rộng quy mô.

(2) Mô hình vốn hóa dòng cổ tức tăng trưởng ổn định (mô hình Gordon)

(a) Khái niệm

Mô hình tăng trưởng Gordon là mô hình ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp mà dòng cổ tức tăng trưởng với tỷ lệ được mong đợi là ổn định trong dài hạn.

Mô hình Gordon được xây dựng trên lập luận cho rằng tăng trưởng và phát triển là động cơ mà mọi doanh nghiệp phải đi theo, nhất là phần đầu để tăng trưởng một cách đều đặn, vững chắc. Xu hướng tăng trưởng và phát triển là xu hướng chung và phổ biến trong các doanh nghiệp. Trong quá trình sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp không ngừng tìm các biện pháp đảm bảo cho sự tăng trưởng và phát triển một cách ổn định và lâu dài. Vì vậy, giả định cổ tức tăng trưởng đều đặn hàng năm là sự phản ánh khuynh hướng và thực trạng có thật trong nhiều doanh nghiệp. Theo đó, có thể sử dụng mô hình Gordon để định giá cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp trong nhiều trường hợp doanh nghiệp trên thực tế.

(b) Phương pháp xác định

Giả định của mô hình Gordon gồm:

- Tỷ lệ tăng trưởng dự kiến dòng cổ tức tương lai hàng năm ổn định (g), do vậy $D_2 = D_1(1+g)$, $D_3 = D_2(1+g)$, $D_t = D_{t+1}(1+g)$, và
- Doanh nghiệp được coi là tồn tại vĩnh viễn.

Từ công thức tổng quát 4.1 ta có:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_1(1+g)^{t-1}}{(1+k_e)^t}$$

Khi $t \rightarrow +\infty$, ta có giá trị vốn chủ sở hữu của công ty được tính theo công thức:

$$V_0 = \frac{D}{k_e - g} \quad (\text{Điều kiện: } k_e > g) \quad (4.4)$$

Trong đó:

- D : Cổ tức dự kiến chia cho cổ đông đều hàng năm.
- k_e : Chi phí sử dụng vốn cổ phần
- g : Tỷ lệ tăng trưởng dự kiến ổn định hàng năm

Ví dụ 4.4: Công ty A dự kiến từ năm kế tiếp sẽ chia cho các chủ sở hữu mỗi năm là 2,5 tỷ đồng, biết suất sinh lợi mong muốn trên thị trường của vốn cổ phần công ty là 12%/năm và cổ tức tăng trưởng hàng năm là 7% thì giá trị vốn chủ sở hữu của công ty X là:

$$V_0 = \frac{2,5}{12\% - 7\%} = 50 \text{ tỷ đồng}$$

(c) Điều kiện áp dụng

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức theo mô hình Gordon áp dụng đối với doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định. Cụ thể là những doanh nghiệp có chính sách chi trả cổ tức trong dài hạn hợp lý và những công ty dịch vụ công ích có tăng trưởng ổn định.

(d) Ưu, nhược điểm

- Ưu điểm: Đây là một phương pháp ước tính giá trị doanh nghiệp đơn giản và tiện lợi.

- Nhược điểm: Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp này rất nhạy cảm đối với tỷ lệ tăng trưởng, khi tỷ lệ tăng trưởng bằng tỷ suất sinh lợi thì giá trị sẽ không tính toán được.

(3) Mô hình vốn hóa dòng cổ tức nhiều giai đoạn

(a) Khái niệm

Mô hình vốn hóa dòng cổ tức nhiều giai đoạn hay còn gọi “Mô hình cổ tức tăng trưởng không ổn định” là mô hình nhiều giai đoạn tăng trưởng:

- Giai đoạn tăng trưởng thần kỳ kéo dài trong n năm và giai đoạn tăng trưởng ổn định kéo dài mãi mãi sau đó (2 giai đoạn); hoặc

- Giai đoạn tăng trưởng cao, giai đoạn quá độ và giai đoạn tăng trưởng thấp ổn định (3 giai đoạn).

Giả định của mô hình dòng cổ tức tăng trưởng qua nhiều giai đoạn có lẽ là giả định thực tế hơn cả trong 3 mô hình chiết khấu dòng cổ tức. Vì thực tế, doanh nghiệp thường trải qua nhiều giai đoạn tăng trưởng khác nhau trong quá trình hoạt động.

(b) Công thức tính

Sử dụng và biến đổi công thức tổng quát (4.1) ta sẽ có giá trị doanh nghiệp trong trường hợp này là:

$$V_0 = \sum_{t=1}^k \frac{D_1(1+g_1)^{t-1}}{(1+k_e)^t} + \frac{V_k}{k_e - g_2} \quad \text{với} \quad V_k = \frac{D_{k+1}}{k_e - g_2} \quad (4.5)$$

Trong đó:

- V_0 : Giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp thời điểm hiện tại.

- D_1 : Cổ tức cổ phần năm thứ 1

- k_e : Chi phí sử dụng vốn cổ phần

- k : thời điểm hết giai đoạn 1, chuyển sang giai đoạn tăng trưởng thứ 2

- g_1 : tốc độ tăng trưởng cổ tức giai đoạn 1

- g_2 : tốc độ tăng trưởng cổ tức giai đoạn 2 cũng là giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn.

Tốc độ tăng trưởng cổ tức thường được xác định là: $g = b \times \text{ROE}$.

- b : Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế giữ lại tái đầu tư (sau khi trả cổ tức).

- ROE: Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân các năm tương lai.

Ví dụ 4.5: Công ty C có cổ tức năm 1 là 2,75 tỷ đồng, giả sử tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của năm 2, 3 của công ty là $g_1 = 10\%$, và của năm 4,5 là $g_2 = 9\%$ và từ năm 6 trở đi thì tăng trưởng ổn định là $g_3 = 6\%/năm$. Biết suất sinh lợi mong muốn trên thị trường của vốn cổ phần công ty là $12\%/năm$.

Tính toán:

	Tỷ lệ tăng trưởng (g_k)	Cách tính ($D_{t-1} \times (1+g_t)$)	Cổ tức (D_t)	Cách tính ($D_t/(1+r)^t$ và Công thức V_o)	Giá trị vốn chủ sở hữu V_n
Năm 1			2.75	$2.75/(1 + 12\%) =$	2.46
Năm 2	10%	$2.75 \times (1+10\%) =$	3.03	$3.03/(1+12\%)^2 =$	2.41
Năm 3	10%	$3.03 \times (1+10\%) =$	3.33	$3.33/(1+12\%)^3 =$	2.37
Năm 4	9%	$3.33 \times (1+9\%) =$	3.63	$3.63/(1+12\%)^4 =$	2.31
Năm 5	9%	$3.63 \times (1+9\%) =$	3.95	$(3.95+69.84)/(1 + 12\%)^5 =$	41.87
Năm 6	6%	$3.95 \times (1+6\%) =$	4.19		
i	12%				
V_5	$D_6/(i-g_k)$	$4.19/(12\%-6\%) =$	69.84		
				Tổng cộng	51.41

Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty ở thời điểm hiện tại là: **51.41 tỷ đồng**.

(c) Điều kiện áp dụng

Thông thường phương pháp chiết khấu dòng cổ tức tăng trưởng nhiều giai đoạn áp dụng đối với một số doanh nghiệp có khả năng (ví dụ nhờ sở hữu quyền chế tác sản phẩm, bằng phát minh sáng chế...) rất có lãi trong vài năm tới và dự kiến có mức tăng trưởng đặc biệt trong suốt thời gian đó. Khi quyền đặc biệt hết hiệu lực, doanh nghiệp dự kiến sẽ quay về mức tăng trưởng ổn định.

(d) Ưu điểm, hạn chế

- Ưu điểm: Đây là phương pháp dễ sử dụng và đem lại độ chính xác khá cao.

- Hạn chế:

+ Việc xác định chính xác độ dài thời gian tăng trưởng trong (các) giai đoạn đầu là rất khó.

+ Giả thiết về sự tăng trưởng ổn định ở giai đoạn sau là rất nhạy cảm, vì tỷ lệ tăng trưởng này cao hay thấp có thể sẽ dẫn đến giá trị doanh nghiệp tính theo mô hình tăng trưởng Gordon ở giai đoạn này sai lệch rất lớn.

4.3.3 Ưu và nhược điểm của phương pháp

(a) Ưu điểm

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức dựa trên việc tính giá trị hiện tại của dòng thu nhập là cổ tức mang lại cho nhà đầu tư vào công ty là phương pháp được phần lớn nhà kinh tế thừa nhận.

- Phương pháp này đặc biệt phù hợp với quan điểm nhìn nhận và đánh giá về giá trị doanh nghiệp của các nhà đầu tư thiểu số- những người không có khả năng thâm tóm quyền kiểm soát doanh nghiệp.

Trong thực tế, nhà đầu tư thiểu số có thể trong thấy những triển vọng tiềm ẩn lớn về khả năng sinh lời của doanh nghiệp, nếu nó được cải tổ theo ý muốn của mình. Nhưng do tính chất “thiểu số”, do không thể can thiệp được vào các vấn đề quan trọng của sản xuất kinh doanh, những triển vọng này khó có thể thành hiện thực. Quyền quyết định trong việc điều khiển doanh nghiệp đi theo hướng nào và phân phối kết quả ra sao là thuộc về các nhà đầu tư nắm quyền chi phối về mặt tài chính. Do vậy, giá trị doanh nghiệp đối với nhà đầu tư thiểu số được tính bằng giá trị hiện tại của các khoản cổ tức mà doanh nghiệp sẽ trả trong tương lai. Nếu loại trừ động cơ mua chứng khoán nhằm thu chênh lệch giá, thì nhà đầu tư thiểu số chỉ có thể ra lệnh mua/ bán cổ phiếu, bỏ thầu một phần doanh nghiệp trên căn bản của sự tính toán về lợi tức cổ phần mà thôi.

(b) Hạn chế

- Việc xác định giá trị thực của cổ phiếu, mặc dù đã xây dựng được một lý thuyết về cổ tức làm cơ sở cho sự vận dụng cho từng doanh nghiệp cụ thể, thực tế vẫn không dễ dàng do dự báo cổ tức trong tương lai là điều khó khăn. Cổ phiếu là loại chứng khoán nhiều rủi ro nhất vì vậy, giả thuyết về sự ổn định cổ tức và mức độ tăng trưởng đều đặn thường không thuyết phục được các nhà thực hành.

- Để xác định được cổ tức còn phải giả định được chính sách phân chia cổ tức trong tương lai của công ty. Thực tế, chính sách này phụ thuộc vào nhiều yếu tố như nhu cầu đầu tư, nhu cầu trả nợ, khả năng tích lũy vốn từ khấu hao, chính sách thuế thu nhập của nhà nước... Việc tính toán đến các yếu tố này cũng không đơn giản, nhất là khi các nhà đầu tư lại là cổ đông thiểu số không có quyền quyết định đối với chính sách phân chia cổ tức của công ty.

- Việc sử dụng giả định $t \rightarrow +\infty$ có thể đơn giản về mặt lý thuyết, giúp mô hình hóa một cách dễ dàng, nhưng nói chung không đúng thực tế. Vì giả định như vậy có nghĩa là coi doanh nghiệp tồn tại mãi mãi. Việc tính toán tỷ suất chiết khấu i đòi hỏi phải tham khảo tới lý thuyết về rủi ro mà các lý thuyết này hiện vẫn đang phát triển.

- Nếu doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng, cần nhiều vốn đầu tư, quyết định không chia cổ tức hoặc chia cổ tức với tỷ lệ thấp so với lợi nhuận thì phương pháp chiết khấu dòng cổ tức hoặc không thực hiện được, hoặc sẽ đánh giá không chính xác giá trị doanh nghiệp.

- Trong trường hợp doanh nghiệp có nhiều tài sản không hoạt động, nghĩa là tài sản không đóng góp vào việc tạo ra cổ tức, việc chiết khấu dòng cổ tức không xác định hết giá trị của doanh nghiệp.

4.3.4 Điều kiện áp dụng

Phương pháp định giá doanh nghiệp dựa trên chiết khấu dòng cổ tức khá thích hợp với các công ty cổ phần có cổ phiếu được giao dịch trên thị trường, việc xác định giá trị tài sản thuần gặp nhiều khó khăn và những doanh nghiệp có tài sản hữu hình không đáng kể nhưng được đánh giá cao ở giá trị vô hình, chẳng hạn doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tư vấn, dịch vụ, tài chính, ngân hàng, bảo hiểm... Đó cũng là những doanh nghiệp thường đa dạng hóa các hình thức đầu tư chứng khoán nhằm phân tán rủi ro.

4.4 Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do

4.4.1 Cơ sở lý luận

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (Free Cash Flow Method), giá trị của doanh nghiệp được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền vốn tự do theo chi phí sử dụng vốn hay tỷ suất lợi nhuận mong đợi của các cổ đông trong doanh nghiệp.

4.4.2 Nội dung

Có hai trường hợp ước tính giá trị doanh nghiệp bằng cách vốn hóa hoặc chiết khấu dòng tiền tự do:

- Giá trị vốn chủ sở hữu doanh nghiệp; và
- Giá trị toàn bộ doanh nghiệp (bao gồm vốn chủ sở hữu và các thành phần sở hữu như trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi...).

Cả hai phương pháp trên đều thực hiện chiết khấu dòng tiền dự kiến nhưng các dòng tiền và suất chiết khấu áp dụng ở mỗi phương pháp hoàn toàn khác nhau.

(1) Giá trị vốn chủ sở hữu doanh nghiệp

(a) Khái niệm

- Giá trị vốn chủ sở hữu doanh nghiệp được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu (dòng tiền còn lại sau khi đã trừ toàn bộ chi phí, thuế, lãi vay và thanh toán lãi gốc) theo chi phí sử dụng vốn hay tỷ suất lợi nhuận mong đợi của các cổ đông trong doanh nghiệp.

- Giá trị vốn chủ sở hữu bằng giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu và được tính theo công thức:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} \quad (4.6)$$

Trong đó:

- V_0 : Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu.
- $FCFE_t$: Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến vào thời điểm t.
- k_e : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu / vốn cổ phần.

(b) Dòng tiền vốn chủ sở hữu - FCFE

FCFE (Free Cash Flow to Equity) là dòng tiền còn lại sau khi chi trả các khoản vay và lãi vay, các khoản chi vốn và đầu tư các tài sản mới cho sự tăng trưởng trong tương lai.

FCFE được tính theo công thức:

$$FCFE = \begin{array}{ccccccc} \text{Lợi} & & & & \text{Các} & & \text{Các} \\ \text{nhuận} & + & \text{Khấu} & - & \text{khoản} & - & \text{khoản} \\ \text{ròng} & & \text{hao} & & \text{chi tiêu} & & \text{trả nợ} \\ & & & & \text{TSCĐ} & & \text{gốc} \\ & & & & \text{thuần} & & \text{phát} \\ & & & & & & \text{sinh nợ} \\ & & & & & & \text{mới} \end{array}$$

(c) Các mô hình

Tương tự như mô hình chiết khấu dòng cổ tức, để đảm bảo tính khả thi của việc tính toán, người ta cũng chia mô hình FCFE thành các trường hợp khác nhau dựa trên các giả định khác nhau về mức tăng trưởng của FCFE.

- Mô hình FCFE tăng trưởng ổn định:

+ Khái niệm:

Mô hình tăng trưởng không đổi FCFE là mô hình ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng ổn định.

+ Công thức tính:

Theo mô hình tăng trưởng không đổi, giá trị vốn chủ sở hữu của công ty là một hàm số của FCFE, dự kiến trong giai đoạn tới với tỷ lệ tăng trưởng ổn định và tỷ suất lợi nhuận mong muốn:

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{(k_e - g_n)} \quad (\text{Điều kiện: } k_e > g) \quad (4.7)$$

Trong đó:

- V_0 : Giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp thời điểm hiện tại.
- $FCFE_1$: Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến trong năm tới.
- k_e : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.
- g_k : Tỷ lệ tăng trưởng FCFE mãi mãi (ổn định).

Ví dụ 4.6: FCFE của công ty X dự kiến trong năm tới là 1,5 tỷ đồng, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty 10%, tỷ lệ tăng trưởng ổn định là 5%. Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty thời điểm hiện tại, được tính:

$$V_0 = 1,5 / (10\% - 5\%) = 30 \text{ tỷ đồng.}$$

+ Điều kiện áp dụng:

Giống mô hình tăng trưởng Gordon, mô hình này phù hợp nhất đối với các doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng bằng hay thấp hơn tỷ lệ tăng trưởng kinh tế danh nghĩa.

- Mô hình FCFE nhiều giai đoạn:

+ Khái niệm:

Mô hình FCFE nhiều giai đoạn là mô hình ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp được dự kiến tăng trưởng nhanh trong giai đoạn đầu và đạt mức tăng trưởng ổn định ở giai đoạn kế tiếp (2 giai đoạn) hoặc giảm dần xuống mức tăng trưởng ổn định (3 giai đoạn).

+ Công thức tính:

$$V_0 = \sum_{t=1}^k \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{V_k}{(1+k_e)^k} \quad (4.8)$$

$$V_n = \frac{FCFE_{k+1}}{(k_e - g_k)} \quad (\text{Điều kiện: } k_e > g)$$

Trong đó:

- V_0 : Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty thời điểm hiện tại.
- $FCFE_t$: Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến năm t.
- k_e : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty.
- V_k : Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty cuối năm n.
- g_k : Tỷ lệ tăng trưởng (mãi mãi - ổn định) sau năm n.

Ví dụ 4.7: FCFE của công ty ABC dự kiến trong năm thứ nhất là 1,5 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng năm thứ 2 và 3 là g_1 là 5%, năm thứ 4 và 5 là $g_2 = 3\%$, năm thứ 6 trở đi ổn định là $g_3 = 2\%$, chi phí sử dụng vốn là 12%. Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty thời điểm hiện tại, được tính:

- $FCFE_1 = 1,500 \text{ tỷ đồng}$
- $FCFE_2 = 1,5 \times (1 + 5\%) = 1,575 \text{ tỷ đồng}$
- $FCFE_3 = 1,575 \times (1 + 5\%) = 1,654 \text{ tỷ đồng}$
- $FCFE_4 = 1,654 \times (1 + 3\%) = 1,703 \text{ tỷ đồng}$
- $FCFE_5 = 1,703 \times (1 + 3\%) = 1,754 \text{ tỷ đồng}$
- $FCFE_6 = 1,754 \times (1 + 2\%) = 1,789 \text{ tỷ đồng}$

$$\bullet V5 = 1.789 / (12\% - 2\%) = 17,895 \text{ tỷ đồng}$$

$$\begin{aligned} V0 &= (FCFE1 / 1,12) + (FCFE2 / 1,12^2) + (FCFE3 / 1,12^3) + (FCFE4 / 1,12^4) + \\ &+ (FCFE5 + V5) / 1,12^5 \\ &= 1,3392 + 1,2556 + 1,1771 + 1,0825 + 11,150 \\ &= 16,004 \text{ tỷ đồng.} \end{aligned}$$

+ Điều kiện áp dụng:

Mô hình này có cùng các giả thiết về sự tăng trưởng như mô hình “Lợi tức cổ phiếu hàng năm tăng không đều đặn” nên cũng được áp dụng đối với các doanh nghiệp có lãi trong vài năm tới và dự kiến có mức tăng trưởng đặc biệt trong suốt thời gian đó và sau đó dự kiến sẽ quay về mức tăng trưởng ổn định.

+ Ưu điểm:

Kết quả thu được từ mô hình này tốt hơn nhiều so với mô hình chiết khấu cổ tức khi ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp trả cổ tức thấp hơn FCFE.

+ Hạn chế:

Tỷ lệ tăng trưởng ổn định ở giai đoạn tiếp theo không được vượt quá tỷ lệ tăng trưởng kinh tế danh nghĩa thì mô hình mới có thể sử dụng được.

(2) Giá trị toàn bộ doanh nghiệp

(a) Khái niệm

Giá trị toàn bộ doanh nghiệp (V) được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền dự kiến của doanh nghiệp FCFF (dòng tiền còn lại sau khi trừ thuế và chi phí hoạt động nhưng trước khi thanh toán nợ vay) theo chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền theo tỷ trọng giá trị thị trường của từng yếu tố.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (4.9)$$

Trong đó:

- V_0 : Giá trị của doanh nghiệp tại thời điểm hiện tại.

- $FCFF_t$: Dòng tiền thuần kỳ vọng của doanh nghiệp vào thời điểm t (Free Cash Flow for the Firm).

- WACC : Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (Weighted Average Cost of Capital).

WACC được tính như sau:

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times R_e + \frac{D}{E+D} \times (1 - T_c) \times R_d$$

Trong đó:

E: Giá trị thị trường vốn cổ phần.

D: Giá trị thị trường tổng các khoản nợ.

Re: Chi phí sử dụng vốn cổ phần.

Rd: Chi phí sử dụng vốn vay

Tc: Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Công thức cơ bản để tính Re là:

$$Re = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Trong đó:

R_f: Lãi suất phi rủi ro. Ví dụ như: Lãi suất trái phiếu Chính phủ.

β: Hệ số đo lường rủi ro hệ thống của doanh nghiệp.

R_m: Tỷ suất sinh lời trung bình của thị trường

(b) Dòng tiền thuần của doanh nghiệp - FCFF

Dòng tiền thuần của doanh nghiệp ((FCFF- Free Cash Flow of Firm) là tổng dòng tiền của tất cả những người có quyền đối với tài sản của doanh nghiệp, bao gồm các cổ đông, các trái chủ và các cổ đông cổ phiếu ưu đãi. Có hai cách tính dòng tiền thuần của công ty:

- Cách 1: Cộng các dòng tiền của những người có quyền đối với tài sản của công ty:

$$FCFF = FCFE + \text{Chi phí lãi vay} \times (1 - \text{Thuế suất}) + \text{Các khoản trả nợ gốc} - \text{Các khoản trả nợ mới} + \text{Cổ tức cổ phiếu ưu đãi}$$

- Cách 2: Sử dụng thu nhập trước thuế và lãi vay (EBIT) làm cơ sở tính toán:

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{Thuế suất}) + \text{Chi phí khấu hao} - \text{Chi đầu tư} - \text{Thay đổi Vốn lưu động}$$

Hai cách trên sẽ cho ra các giá trị ước lượng dòng tiền như nhau.

(c) Điều kiện áp dụng

Phương pháp này áp dụng trong trường hợp các tài sản của doanh nghiệp là tài sản hữu dụng, vì phương pháp này phản ánh giá trị của doanh nghiệp trên cơ sở chiết khấu các dòng lợi ích trong tương lai, nghĩa là giá trị của doanh nghiệp chỉ là giá trị của những tài sản hữu dụng, các loại tài sản không hữu dụng (hoặc kể cả các tài sản dưới mức hữu dụng) phải được xem xét đánh giá riêng theo các phương pháp định giá.

(d) Hạn chế

Phương pháp này bị giới hạn trong các trường hợp sau:

- Doanh nghiệp đang trong quá trình tái cơ cấu:

Đó là việc bán tài sản, mua thêm tài sản hoặc thay đổi cơ cấu vốn cổ đông và chính sách cổ tức, thay đổi cơ cấu chủ sở hữu (chẳng hạn từ doanh nghiệp sở hữu công quyền

sang sở hữu tư nhân) hoặc chính sách quản lý chi phí. Mỗi thay đổi trên dẫn đến việc ước tính các dòng tiền dự kiến sẽ khó khăn hơn và tác động đến yếu tố rủi ro của doanh nghiệp. Do đó, sử dụng số liệu trong quá khứ có thể sẽ phản ánh không đúng giá trị của các doanh nghiệp này.

Để có thể ước tính giá trị doanh nghiệp trong trường hợp này thì dòng tiền dự kiến phải phản ánh được tác động của các thay đổi trên trong thời gian sắp tới và tỷ suất chiết khấu phải được điều chỉnh để phản ánh được hoạt động kinh doanh mới và mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

- Đối với doanh nghiệp nhỏ:

Phương pháp này đòi hỏi phải đo lường được mức rủi ro của doanh nghiệp, để từ đó tính tỷ suất chiết khấu; nhưng do các doanh nghiệp nhỏ không chỉ có chứng khoán giao dịch trên thị trường nên không thể tính được các thông số rủi ro của các doanh nghiệp này.

Vì vậy, giải pháp trong trường hợp này là nên xem xét mức rủi ro của các doanh nghiệp có thể so sánh có chứng khoán giao dịch trên thị trường, hoặc tham khảo các số liệu kế toán ở các doanh nghiệp này.

(e) Các mô hình tính giá trị doanh nghiệp bằng FCFF

Giá trị doanh nghiệp được tính bằng cách chiết khấu FCFF theo WACC. Giống như các mô hình chiết khấu cổ tức hay mô hình FCFE trong việc ước tính giá vốn chủ sở hữu, việc sử dụng mô hình FCFF để ước tính giá trị doanh nghiệp cũng phụ thuộc vào những giả định về sự tăng trưởng trong tương lai.

- Dạng FCFF tăng trưởng ổn định:

+ Khái niệm:

Mô hình FCFF tăng trưởng ổn định là mô hình ước tính giá trị doanh nghiệp với tỷ lệ tăng trưởng ổn định.

+ Công thức tính:

doanh nghiệp có FCFF đang tăng trưởng với tỷ lệ tăng trưởng ổn định có thể được ước tính giá trị bằng cách sử dụng mô hình:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{(WACC - g)} \quad (\text{điều kiện } WACC > g) \quad (4.10)$$

Trong đó:

+ V_0 : Giá trị công ty.

+ $FCFF_1$: FCFF dự kiến năm tới.

+ $WACC$: Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền.

+ g : Tỷ lệ tăng trưởng FCFF (mãi mãi - ổn định).

Ví dụ 4.8: Dự kiến FCFF của công ty XZ trong năm tới là 2.5 tỷ đồng.

Lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm là 10%;

Lợi nhuận trên danh mục các loại chứng khoán 17%;

Hệ số rủi ro liên quan đến chứng khoán vốn 1,2;

Lãi suất các khoản nợ của công ty 12%;

Thuế thu nhập doanh nghiệp 28%.

Giá trị thị trường vốn cổ phần của công ty 15 tỷ đồng;

Giá trị các khoản nợ 5 tỷ đồng;

Tỷ lệ tăng trưởng FCFF ổn định 5%/năm.

Tính toán:

Chi phí vốn cổ phần $r(ke) = 10\% + 1,2 \times (17\% - 12\%) = 16\%$.

$WACC = 16\% \times [15/(15 + 5)] + 12\% \times (1 - 28\%) \times [5/(15 + 5)]$
 $= 14,16\%$.

Giá trị của công ty $V_0 = 2,5 / (14,16\% - 5\%) = 27,29$ tỷ đồng.

+ Điều kiện áp dụng:

Tỷ lệ tăng trưởng được sử dụng trong mô hình phải hợp lý so với tỷ lệ tăng trưởng kinh tế danh nghĩa.

+ Hạn chế:

Giống như tất cả mô hình tăng trưởng ổn định, mô hình này khó tính toán trong trường hợp có nhiều những giả thuyết về tỷ lệ tăng trưởng dự kiến.

- Dạng FCFF nhiều giai đoạn:

+ Công thức tính:

$$V_0 = \sum_{t=1}^k \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{k+1}}{(1+WACC)^k} \quad (4.11)$$

Với: $V_k = \frac{FCFF_{k+1}}{WACC - g_k}$

+ Phạm vi áp dụng:

Sử dụng mô hình FCFF để định giá các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao hay đang thay đổi tốt nhất đòn bẩy tài chính.

Việc tính FCFF khó khăn hơn nhiều trong các trường hợp này vì sự biến động của các khoản nợ phải thanh toán, và giá trị vốn chủ sở hữu hay một phần nhỏ trong toàn bộ giá trị của doanh nghiệp, nhạy cảm hơn với các giả thiết về sự tăng trưởng và rủi ro.

Vì vậy, mô hình này sẽ cho ra một giá trị ước lượng chính xác nhất khi thực hiện thâm tóm bằng vay nợ, trong đó đòn bẩy tài chính của công ty ban đầu khá cao nhưng dự kiến có nhiều thay đổi trong nhiều năm tới.

Ví dụ 4.9:

FCFF năm thứ nhất của công ty XZ là 2,5 tỷ đồng;

Tỷ lệ tăng trưởng FCFF:

- Năm thứ 2 là $g_1 = 5\%$;
- Năm thứ 3 là $g_2 = 6\%$.
- Năm thứ 4 là $g_3 = 4\%$;
- Năm thứ 5 là $g_4 = 3\%$; và
- Năm thứ 6 tăng trưởng ổn định là $g_5 = 2\%/năm$;
- WACC là 14,16%.

Tính toán:

- $FCFF_1 = 2,500$ tỷ đồng;
- $FCFF_2 = 2,5 \times (1 + 5\%) = 2,625$ tỷ đồng;
- $FCFF_3 = 2,625 \times (1 + 6\%) = 2,783$ tỷ đồng;
- $FCFF_4 = 2,783 \times (1 + 4\%) = 2.894$ tỷ đồng;
- $FCFF_5 = 2,894 \times (1 + 3\%) = 2,981$ tỷ đồng;
- $FCFF_6 = 2,981 \times (1 + 2\%) = 3,040$ tỷ đồng;
- $V_5 = 3,040 / (14,16\% - 2\%) = 25,002$ tỷ đồng.
- $V_0 =$ Tổng các số sau đây

$$FCFF_1 / (1 + WACC) = 2,500 / (1 + 14,16\%) = 2,19$$

$$FCFF_2 / (1 + WACC)^2 = 2,625 / (1 + 14,16\%)^2 = 2,01$$

$$FCFF_3 / (1 + WACC)^3 = 2,783 / (1 + 14,16\%)^3 = 1,87$$

$$FCFF_4 / (1 + WACC)^4 = 2,894 / (1 + 14,16\%)^4 = 1,70$$

$$(FCFF_5 + V_5) / (1 + WACC)^5 =$$

$$= (2,981 + 25,002) / (1 + 14,16\%)^5 = 14,43$$

$$\text{Tổng cộng } (V_0) = 22,21 \text{ tỷ đồng}$$

Lưu ý: Trường hợp vốn doanh nghiệp bao gồm cả vốn vay và vốn chủ sở hữu. Việc tính toán WACC được xác định như sau:

$WACC = \text{Chi phí lãi vay} \times \text{Tỷ trọng nợ} \times (1 - \text{Thuế suất}) + \text{Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu} \times \text{Tỷ trọng vốn chủ sở hữu}$

4.4.3 Ưu điểm, nhược điểm của phương pháp

(a) Ưu điểm

Các phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do có ưu điểm chung của các phương pháp chiết khấu dòng tiền trong định giá doanh nghiệp như:

- Phương pháp cho phép nhìn nhận về tương lai, triển vọng của doanh nghiệp.
- Cung cấp một cách giải thích rõ ràng nhất vì sao doanh nghiệp này lại có giá trị cao hơn doanh nghiệp kia.
- Chỉ ra những cơ sở để mỗi nhà đầu tư có thể tùy ý mà phát triển những ý tưởng của mình nếu sở hữu doanh nghiệp.
- Quan niệm về dòng tiền tránh được việc điều chỉnh số liệu kế toán sao cho có thể phản ánh đúng thời điểm phát sinh các khoản tiền.

Ngoài những ưu điểm trên, so với phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức, phương pháp FCFF và FCFE giúp định giá doanh nghiệp trường hợp không trả cổ tức.

(b) Tồn tại

- Các vấn đề chung của phương pháp chiết khấu dòng tiền: ước lượng tỷ suất chiết khấu và dòng tiền tương lai cũng như các giai đoạn phát triển của dòng tiền tương lai của doanh nghiệp. Dự báo dòng tiền tương lai khá phức tạp, phụ thuộc vào tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, chiến lược cạnh tranh của doanh nghiệp định giá, đặc điểm của ngành, giai đoạn phát triển của nền kinh tế vĩ mô. Tỷ suất chiết khấu hợp lý là 1 khó khăn của mô hình này và của tất cả các mô hình tài chính phải chiết khấu dòng tiền. Nếu dùng FCFF thì suất chiết khấu là bình quân chi phí sử dụng vốn (WACC), còn FCFE thì dùng required return của cổ đông là suất chiết khấu. Các tỷ suất này phải dựa trên các tính toán về rủi ro doanh nghiệp.

- Phương pháp này khó áp dụng với các doanh nghiệp không có chiến lược kinh doanh hoặc có chiến lược kinh doanh không rõ ràng.

4.4.4 Điều kiện áp dụng của phương pháp

- Phương pháp này thích hợp với các doanh nghiệp không có chiến lược kinh doanh hoặc có chiến lược kinh doanh không rõ ràng.
- Đòi hỏi người đánh giá phải có chuyên môn trong lĩnh vực thẩm định dự án đầu tư.
- Đòi hỏi phải có một lượng thông tin lớn.

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG

Câu hỏi lý thuyết

1. Trình bày cơ sở lý luận, nội dung, ưu và nhược điểm, điều kiện áp dụng của phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức.
2. Trình bày cơ sở lý luận, nội dung, ưu và nhược điểm, điều kiện áp dụng của phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần đối với chủ sở hữu.
3. Trình bày cơ sở lý luận, nội dung, ưu và nhược điểm, điều kiện áp dụng của phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần đối với doanh nghiệp.
4. Nêu nội dung các phương pháp xác định tỷ lệ tăng trưởng bền vững.

5. Độ dài giai đoạn tăng trưởng cao của doanh nghiệp phụ thuộc vào những yếu tố cơ bản nào? Phân tích và cho ví dụ minh họa.

Bài tập

Bài 1. Công ty cổ phần X đang được bán trên thị trường với giá là 8.000 triệu đồng. Lợi nhuận sau thuế dành trả lợi tức cổ phần cho các cổ đông hiện tại là 600 triệu đồng. Trong những năm tới dự tính mức trả lợi tức cổ phần cho các cổ đông sẽ tăng với tỷ lệ 5%/năm. Tỷ suất lợi nhuận trung bình của vốn đầu tư trên thị trường được xác định là 15%/năm. Yêu cầu:

1. Ước tính giá trị thực công ty X và cho nhận xét về mức giá công ty X đang giao dịch trên thị trường?
2. Ông A và bà B đang xem xét cơ hội đầu tư vào X. Tỷ suất sinh lời đòi hỏi tối thiểu của ông A 12%, bà B 17%. Hãy cho biết quyết định của hai người khi giá bán X hạ xuống ở mức 7.500 triệu đồng?

Bài 2. Doanh nghiệp A hiện tại có thu nhập ròng trên cổ phiếu là 5.000đ. Tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty hiện tại là 70% và dự kiến trong tương lai vẫn giữ mức chi trả cổ tức này. Công ty phát hành 1 triệu cổ phiếu và lãi suất chiết khấu của công ty ước tính là 15%. Yêu cầu định giá doanh nghiệp A trong hai trường hợp sau:

- a. Dự kiến trong tương lai cổ tức công ty tăng trưởng ổn định với tỷ lệ là 5%.
- b. Dự kiến 2 năm tới cổ tức của công ty sẽ tăng ở mức 5% sau đó tăng ở mức 8% và sau đó tăng trưởng ổn định với tỷ lệ 5% trong tương lai.

Bài 3. Công ty cổ phần Bóng đèn phích nước Rạng Đông có báo cáo lưu chuyển tiền tệ (rút gọn) theo phương pháp gián tiếp năm 2011 như sau:

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	31/12/2011
I. Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	
1. Lợi nhuận trước thuế	80.639
2. Điều chỉnh cho các khoản	149.908
- Khấu hao tài sản cố định	47.170
- Chi phí lãi vay phải trả	102.738
3. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trước thay đổi vốn lưu động	230.547
- Giảm các khoản phải thu	37.486
- Tăng hàng tồn kho	(153.389)
- Tăng các khoản phải trả(không kể lãi vay, thuế TNdoanh nghiệp	28.213

phải nộp)	(102.738)
- Tiền lãi vay đã trả	(9.108)
- Thuế TNdoanh nghiệp đã nộp	20.132
- Tiền thu khác từ hoạt động kinh doanh	(13.156)
- Tiền chi khác từ hoạt động kinh doanh	
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	37.978
II. Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	
1. Tiền chi để mua sắm, xây dựng TSCĐ và TS dài hạn khác	(70.285)
7. Tiền thu lãi chi vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	5.489
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(64.796)
III. Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	
3. Tiền vay ngắn hạn, dài hạn nhận được	1.379.620
4. Tiền chi trả nợ gốc vay	(1.216.050)
6. Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho chủ sở hữu	(31.050)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	132.520
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	105.702
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	39.664
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	145.366

Yêu cầu:

1. Xác định giá trị công ty bằng phương pháp FCFE biết trong 3 năm đầu FCFE tăng 8%/năm, sau 3 năm thì dòng tiền của công ty tăng trưởng ổn định với tỷ lệ 5%/năm. Giá trị thị trường của cổ phiếu của công ty trên thị trường chứng khoán là 50.000 đồng/cổ phiếu. Dự kiến cổ tức năm sau là 5.000 đồng/cổ phiếu. Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức dự kiến là 5%/năm.

2. Xác định giá trị công ty bằng phương pháp FCFF biết lãi suất bình quân các khoản vay là 12%/năm, không thay đổi trong suốt quá trình hoạt động của công ty. Trong 3 năm tới thì FCFF mỗi năm tăng 8%/năm, sau đó thì tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 5%/năm. Cơ cấu vốn tối ưu của công ty là 40% nợ và 60% vốn chủ sở hữu, và công ty luôn duy trì cơ cấu nợ này. Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 25%.

Công ty không phát hành mới cổ phiếu thường, không có cổ phiếu ưu đãi và mua lại cổ phiếu quỹ.

TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG

Nguyễn Minh Điện, *Thẩm định giá Tài sản và Doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Thông kê, Hà Nội, 2010.

Nguyễn Minh Hoàng, *Nguyên lý chung định giá tài sản và giá trị doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Lao động - Xã hội, Hà Nội, 2008.

Damodaran A., *Discounted Cash Flow Valuation : Basics*, NewYork University, 2006.

Fernández P., 2007, *Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations*, IESE Business School, University of Navarra, Spain.

Koller T., Goedhart M., Wessels D., 2015, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6th edition, Wiley.

PREF

CHƯƠNG 5. PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

5.1 Cơ sở lý luận chung

Phương pháp so sánh thị trường (Comparable Multiples Method) là cách ước tính giá trị của một doanh nghiệp, các lợi ích về quyền sở hữu, hay chứng khoán bằng cách sử dụng một hay nhiều phương pháp, trong đó so sánh giá trị của đối tượng cần định giá với các doanh nghiệp, các lợi ích về quyền sở hữu, hay chứng khoán tương tự đã được bán trên thị trường.

Theo phương pháp này, giá trị của doanh nghiệp được ước tính bằng cách ước tính giá trị của các tài sản so sánh. Các tài sản so sánh này được chuẩn hoá theo một biến số chung như: thu nhập, dòng tiền, giá trị sổ sách, doanh thu.

Dựa vào biến số được chuẩn hóa, có các phương pháp ước tính giá trị doanh nghiệp dựa vào so sánh thị trường như:

- Sử dụng tỷ số P/E (giá trên thu nhập) trung bình ngành để ước tính giá trị doanh nghiệp, với điều kiện là các doanh nghiệp khác trong ngành có thể so sánh được với doanh nghiệp đang định giá và thị trường ước tính giá trị các doanh nghiệp này tương đối chính xác.

- Tỷ số P/B (giá trên giá trị sổ sách), P/S (giá trên doanh thu) cũng được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp, với tỷ số tương ứng bình quân của các công ty có những đặc điểm tương tự được sử dụng cho mục đích so sánh.

Ngoài 3 tỷ số trên được ứng dụng khá phổ biến thì một số tỷ số khác cũng được dùng để định giá doanh nghiệp như: thị giá so với dòng tiền, thị giá so với cổ tức, thị giá so với giá trị thay thế.

5.2 Nội dung phương pháp

5.2.1 Phương pháp P/E

(1) Khái niệm

Trong việc định giá một doanh nghiệp, các báo cáo về tỷ lệ thị giá / thu nhập một cổ phiếu hay PER hoặc P/E (Price Earning Ratio) đóng một vai trò hết sức quan trọng.

Tỷ lệ P/E chỉ ra rằng thị trường chấp nhận trả giá gấp bao nhiêu lần thu nhập của một chứng khoán. Có nghĩa là lượng vốn hóa của một doanh nghiệp gấp bao nhiêu lần so với thu nhập của nó. Phần thu nhập này có thể được phân phối hoặc giữ lại, và trong trường hợp được giữ lại, nó tạo ra một giá trị thặng dư trong tương lai đối với doanh nghiệp. Đây chính là nguyên tắc cơ bản của thị trường chứng khoán. Tỷ lệ P/E là hệ số biến đổi thu nhập thành vốn, hoặc là hệ số tương ứng với mức vốn tiềm năng của một khoản thu nhập việc đảo ngược tỷ lệ này, nghĩa là tỷ lệ E/P, là tỷ suất sinh lời của một khoản đầu tư. Ngược lại, tỷ lệ P/E là hệ số vốn hóa.

Theo quan điểm này, tỷ lệ P/E là một công cụ hết sức quý giá, bởi vì trong nền kinh tế thường diễn ra hoạt động đầu tư một lượng vốn để đổi lấy hy vọng vào những khoản thu nhập lợi nhuận và/hoặc giá trị thặng dư tương lai hoặc ngược lại. Việc biết được giá trị của lượng vốn bỏ ra để có được những khoản thu nhập liên tục là điều hết sức quan trọng.

Tỷ lệ P/E có ý nghĩa:

- Tỷ lệ P/E sẽ càng cao khi triển vọng gia tăng lợi nhuận hàng năm của doanh nghiệp càng cao và mức độ rủi ro đối với lợi nhuận càng thấp;

- Khi tỷ lệ P/E của doanh nghiệp này có giá trị cao hơn so với doanh nghiệp khác thì chứng tỏ doanh nghiệp đó được thị trường đánh giá là có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận cao hơn.

(2) Điều kiện áp dụng

Phương pháp này áp dụng trong trường hợp có nhiều doanh nghiệp so sánh được giao dịch trên thị trường tài chính và thị trường đã đánh giá các doanh nghiệp này tương đối chính xác.

(3) Phương pháp xác định

(a) Thực chất của tỷ lệ P/E

Người mua cổ phiếu luôn kỳ vọng vào khoản lợi tức cổ phần trong tương lai (coi như 1 cổ phiếu tương đương 1 cổ phần, tức là 1 cổ phiếu chuẩn). Từ đó, giá trị thực của một cổ phiếu là giá trị hiện tại hóa từ các khoản thu nhập được cộng với giá trị bán lại cổ phiếu vào năm n:

$$V_0 = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

Giả định rằng: doanh nghiệp thu được lợi nhuận thuần hằng năm đều bằng P và sử dụng toàn bộ lợi nhuận thuần đó để chi trả lợi tức cổ phần, công thức trên có thể viết lại là:

$$V_0 = \frac{P}{(1+i)} + \frac{P}{(1+i)^2} + \dots + \frac{P}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

Khi $n \rightarrow \infty$, ta có:

$$V_0 = \frac{P}{i} = P * \frac{1}{i} \Leftrightarrow \frac{V_0}{P} = \frac{1}{i}$$

Tỷ số $\frac{V_0}{P}$ được gọi là tỷ giá lợi nhuận, viết tắt là P/E và cùng bằng nghịch đảo của tỷ suất hiện tại hóa (i):

$$P/E = \frac{V_0}{P} = \frac{1}{i} \quad (5.1)$$

Như vậy, P/E thể hiện mối tương quan giữa giá giao dịch cổ phiếu trên thị trường với số lợi nhuận mà doanh nghiệp có thể mang lại cho nhà đầu tư hay đó là sự trả giá của thị trường cho số thu nhập có thể nhận được từ doanh nghiệp.

(b) Phương pháp xác định

Trong thị trường chứng khoán hoạt động hoàn hảo⁽¹⁾, tỷ lệ P/E sẽ phản ánh trung thực mối tương quan giữa giá trị hợp lý của một cổ phần với số lợi nhuận của doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp có thể được ước lượng theo công thức:

$$V_0 = \frac{\text{Lợi nhuận dự kiến đạt được}}{\text{P/E (quá khứ, doanh nghiệp so sánh/trung bình ngành)}}$$

$$\text{P/E} = \frac{\text{Giá trị mỗi Cổ phiếu (P)}}{\text{Thu nhập của mỗi cổ phiếu (EPS)}}$$

$$\text{Thu nhập của mỗi cổ phiếu (EPS)} = \frac{\text{Lãi chia cho cổ đông}}{\text{Lượng cổ phiếu bình quân đang lưu thông bình quân}}$$

Hoặc cụ thể hơn:

$$\text{Thu nhập của mỗi cổ phiếu (EPS)} = \frac{\text{Thu nhập ròng} - \text{Cổ tức CP ưu đãi} + \text{Đ/C tăng C/L mua CP ưu đãi}}{\text{Lượng cổ phiếu bình quân đang lưu thông bình quân}}$$

Trong đó: P/E là thông tin của những công ty lớn được công bố thường xuyên trên thị trường, và kể cả P/E trung bình của các doanh nghiệp cùng một lĩnh vực kinh doanh có chứng khoán được giao dịch trên cùng thị trường.

Ví dụ 5.1: doanh nghiệp B có lợi nhuận trung bình trong nhiều năm là 200 triệu đồng. doanh nghiệp có 100.000 cổ phần. Giá bán cổ phần trên thị trường vào thời điểm hiện hành là 60.000 đ/cổ phần.

Nếu doanh nghiệp đạt được lợi nhuận thuần trong tương lai hàng năm là 220 triệu đồng. Giá bán cổ phần vào thời điểm này là 90.000 đ/cổ phần.

- Tính:
- (1) Tính tỷ lệ P/E quá khứ?
 - (2) Giá trị doanh nghiệp?
 - (3) Giá trị thực ước tính của một cổ phiếu?

⁽¹⁾ Thị trường chứng khoán hoàn hảo phải thỏa mãn 5 điều kiện sau:

1. Có vô số người mua và người bán;
2. Các loại chứng khoán có thể thay thế được cho nhau;
3. Chứng khoán và thông tin được lưu thông tự do;
4. Có thể mua bán chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và nơi nào;
5. Tất cả các thành viên tham gia thị trường đều nắm được các điều kiện giao dịch mua bán chứng khoán.

Cho nhận xét.

Tính toán:

- Lợi nhuận thuần trên mỗi cổ phần: $\frac{200.000.000}{100.000} = 2.000$ đồng.

- Tỷ lệ P/E quá khứ: $\frac{60.000}{2.000} = 30$

- Giá trị doanh nghiệp: $220.000.000 \text{ đồng} \times 30 = 6.600.000.000 \text{ đồng}$.

- Giá trị thực ước tính của một cổ phiếu: $\frac{6.600.000.000}{100.000} = 66.000 \text{ đồng}$.

- Như vậy, giá bán cổ phiếu của doanh nghiệp B trên thị trường lúc này là 90.000 đ/cổ phần đã đi quá xa so với ước tính trên (66.000 đồng).

Trong thực tế, không có một thị trường chứng khoán thỏa mãn hết các điều kiện để trở thành một thị trường chứng khoán hoạt động hoàn hảo. Bên cạnh đó, giá cả chứng khoán bị chi phối bởi nhiều yếu tố khác nhau, và nhà đầu tư không chỉ mong đợi vào lợi tức cổ phần mà còn mong muốn có các thu nhập từ chênh lệch giá mua - bán, từ quyền mua ưu tiên,... Vì vậy, khi xác định giá trị doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ P/E đối với các doanh nghiệp có hay không có hoạt động trên thị trường chứng khoán, cần phải kết hợp với nhiều tỷ lệ P/E ở các doanh nghiệp khác có chứng khoán giao dịch trên thị trường chứng khoán và điều kiện sản xuất - kinh doanh tương tự.

Ví dụ 5.2: Đánh giá doanh nghiệp X theo thông tin thu thập được từ các doanh nghiệp so sánh tương đồng.

Giả sử công ty X có lợi nhuận ròng dự kiến: 1.250.000.000 đ vào thời điểm định giá. Mức lợi nhuận này đã được đối chiếu với các số liệu tài chính của doanh nghiệp trong quá khứ, cũng như xem xét so sánh với các doanh nghiệp trong ngành, cho thấy đây là số liệu hợp lý;

Qua khảo sát và thu thập thông tin trên thị trường, tìm được chỉ số P/E của 5 doanh nghiệp có cùng ngành nghề kinh doanh và quy mô tương tự công ty X, cụ thể như sau: Công ty A 28 ; Công ty B 31; Công ty C 32; Công ty D 33; Công ty E 35

Trong đó các Công ty B, C, D có nhiều yếu tố gần giống Công ty X nhất. Do vậy, tính chỉ số P/E trung bình của các doanh nghiệp này:

$$\text{P/E trung bình} = [31 + 32 + 33] / 3 = 32$$

Giá trị của Công ty X:

$$\text{Giá trị thị trường của Công ty X} = 1.250.000.000\text{đ} \times 32 = 40 \text{ tỷ đồng}$$

(3) Điều kiện áp dụng

Sử dụng tỷ số P/E trung bình ngành để ước tính giá trị doanh nghiệp, với điều kiện là các doanh nghiệp khác trong ngành có thể so sánh được với doanh nghiệp định giá và thị trường của các doanh nghiệp này tương đối chính xác. Thông thường nên chọn tỷ số

P/E bình quân từ 3 đến 5 doanh nghiệp trong ngành có quy mô tương tự có thể so sánh được với doanh nghiệp cần định giá.

(4) Ưu điểm và hạn chế

(a) Ưu điểm

- Được áp dụng khá phổ biến tại các nước có thị trường chứng khoán phát triển, vì phương pháp đánh giá theo tỷ lệ P/E cho phép ước lượng nhanh và tương đối về giá trị doanh nghiệp, giúp cho các nhà đầu tư, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư thiểu số có thể kịp thời quyết định trong các giao dịch trên thị trường chứng khoán.

- Xuất phát từ việc sử dụng các giá trị thị trường trong tính toán. Vì vậy, khi thị trường chứng khoán ổn định, phương pháp này sẽ trở thành một phương pháp đánh giá thông dụng không chỉ riêng đối với các doanh nghiệp có chứng khoán đang giao dịch trên thị trường chứng khoán.

(b) Hạn chế

- Xác định giá trị doanh nghiệp bằng tỷ lệ P/E là một phương pháp có cơ sở lý thuyết chưa được rõ ràng, mang nặng tính kinh nghiệm. Vì ngay cả trong một thị trường chứng khoán được tổ chức tốt, cũng không thể cho rằng giá cả giao dịch trên thị trường là giá cả trả cho lợi nhuận doanh nghiệp mà không bao gồm yếu tố đầu cơ trên thị trường cấp II - thị trường của sự mua - bán chứng khoán đã qua phát hành lần đầu. Do vậy, kết quả tính toán khi sử dụng P/E còn nhiều nghi ngại.

- Căn cứ vào tỷ lệ P/E không thể giải thích được giá cả chênh lệch giữa các cổ phiếu của các doanh nghiệp tương tự cùng tham gia vào thị trường chứng khoán.

- Không đưa ra được các cơ sở giúp phân tích, đánh giá về khả năng tăng trưởng và rủi ro tác động tới giá trị doanh nghiệp.

- Các tỷ lệ này cũng rất dễ bị lạm dụng và sử dụng sai mục đích, đặc biệt trong trường hợp có nhiều doanh nghiệp so sánh tương tự với doanh nghiệp cần định giá.

- Các tỷ lệ về các doanh nghiệp so sánh có thể không chính xác trong trường hợp thị trường đánh giá không đúng, chẳng hạn như đánh giá quá cao hoặc quá thấp.

- Phương pháp này bị giới hạn trong trường hợp các doanh nghiệp không có chứng khoán giao dịch trên thị trường, chẳng hạn như các doanh nghiệp nhỏ; khi đó sẽ khó tìm thấy được các doanh nghiệp có thể so sánh được với doanh nghiệp cần định giá trên thị trường.

- Phương pháp định giá doanh nghiệp P/E cũng không thực hiện được trong trường hợp doanh nghiệp có lợi nhuận âm.

- P/E cũng có thể bị bóp méo bởi công tác kế toán.

5.2.2 Phương pháp P/B

(1) Khái niệm

Tương tự tỷ lệ P/E, tỷ lệ P/B (Price Book value Ratio- Giá / giá trị sổ sách) của cổ phiếu cũng được dùng trong việc định giá doanh nghiệp.

P/B cho biết nhà đầu tư sẵn sàng trả giá cho một cổ phiếu cao hơn gấp bao nhiêu lần giá trị sổ sách. P/B là công cụ giúp nhà đầu tư có thể tìm được các cổ phiếu có giá thấp mà phần lớn thị trường bỏ qua. Điều này rất có ý nghĩa đối với các khoản đầu tư dài hạn

Nếu giá trị P/B nhỏ hơn 1, có thể nghĩa là doanh nghiệp đang bán cổ phần với mức giá thấp hơn giá trị ghi sổ của nó. Khi đó có hai trường hợp sẽ xảy ra: (1) giá trị tài sản của công ty đã bị thổi phồng quá mức, (2) thu nhập trên tài sản của công ty là quá thấp. Nếu trường hợp đầu tiên xảy ra, các nhà đầu tư nên tránh xa các cổ phiếu này vì giá trị tài sản của doanh nghiệp sẽ nhanh chóng được thị trường điều chỉnh về đúng giá trị thật. Còn nếu điều thứ hai đúng thì có khả năng lãnh đạo mới của doanh nghiệp hoặc các điều kiện kinh doanh mới sẽ đem lại những triển vọng kinh doanh cho doanh nghiệp, tạo dòng thu nhập dương và tăng lợi nhuận cho các cổ đông.

Nếu giá trị P/B lớn hơn 1 (giá trị thị trường của cổ phiếu cao hơn giá trị sổ sách) mang ý nghĩa công ty làm ăn khá tốt, thu nhập trên tài sản cao. P/B càng cao thì rủi ro càng lớn.

Chỉ số P/B thực sự hữu ích khi xem xét các công ty tài chính hoặc các công ty có giá trị tài sản tương đối lớn vì hầu hết các tài sản của các công ty này là chứng khoán, các khoản cho vay thương mại.

(2) Điều kiện áp dụng

P/B chỉ thực sự có ích khi xem xét các doanh nghiệp có mức độ tập trung vốn cao hoặc các công ty tài chính bởi giá trị tài sản của các công ty này tương đối lớn

P/B không mấy ý nghĩa đối với những công ty trong lĩnh vực dịch vụ, công nghệ nghiên cứu,.. lĩnh vực chứa đựng nhiều yếu tố vô hình.

(3) Phương pháp tính

$$V_0 = \frac{\text{Giá trị sổ sách dự kiến đạt được}}{\text{Giá trị mỗi Cổ phiếu (P)}} \times \frac{\text{P/B (quá khứ, doanh nghiệp so sánh/trung bình ngành)}}{\text{Giá trị sổ sách mỗi cổ phần của công ty}}$$

Xác định giá trị sổ sách dựa vào bảng cân đối kế toán:

$$\frac{\text{Giá trị sổ sách mỗi cổ phần}}{\text{Giá trị sổ sách}} = \frac{\text{Vốn cổ đông phổ thông}}{\text{Lượng cổ phiếu bình quân đang lưu thông}}$$

Vốn cổ đông phổ thông = (Vốn chủ sở hữu) – (Giá trị phần vốn cổ phần ưu đãi).

(4) Ưu điểm, nhược điểm

(a) Ưu điểm

- P/B là tỷ số khá đơn giản và dễ tiếp cận nên việc sử dụng phương pháp P/B để định giá doanh nghiệp thường khá dễ dàng.

- Vì giá trị sổ sách là giá trị tích lũy trên bảng cân đối kế toán, nên giá trị này thường lớn hơn 0 ngay cả khi EPS âm. Thông thường chúng ta dùng P/BV khi EPS âm và không áp dụng được phương pháp định giá P/E.

- Vì giá trị sổ sách thường ổn định hơn EPS, P/B sẽ là một chỉ số tốt khi EPS quá biến động.

- Được xác định như giá trị tài sản ròng/cổ phiếu, chỉ số giá trị sổ sách/cổ phiếu rất phù hợp trong việc định giá những công ty có phần lớn tài sản có tính thanh khoản cao, như ngân hàng, công ty tài chính, bảo hiểm và các công ty đầu tư.

- Phương pháp P/B thường được dùng để định giá các công ty được cho là không còn tiếp tục hoạt động.

(b) Nhược điểm của phương pháp P/B

- Phương pháp định giá doanh nghiệp P/B không phù hợp để định giá cổ phiếu của các công ty dịch vụ, nơi mà tài sản vô hình (tài sản con người) còn quan trọng hơn bất kỳ tài sản hữu hình nào. Điều này do giá trị ghi sổ được tính toán theo phương pháp kế toán và tuân thủ các chế độ chặt chẽ, nên giá trị ghi sổ của tài sản thường không tính tới các tài sản vô hình như thương hiệu, nhãn hiệu, uy tín, bằng sáng chế và các tài sản trí tuệ khác.

- Sự khác biệt trong các mô hình và chiến lược kinh doanh giữa các doanh nghiệp trong cùng một ngành có thể dẫn đến sự khác biệt trong các giá trị sổ sách, do vậy P/B sẽ không phải là một chỉ số tốt để so sánh các doanh nghiệp trong cùng ngành.

- Sự linh hoạt trong việc lựa chọn các nguyên tắc kế toán (expensing v.s capitalizing) dẫn đến sự khác biệt về giá trị tài sản, thậm chí chất lượng tài sản, được ghi nhận trong bảng cân đối kế toán. Điều này khiến cho việc so sánh giữa các công ty với nhau sử dụng P/B có thể gây nhầm lẫn.

Ví dụ 5.3. Định giá công ty cổ phần X với các thông tin như sau:

Tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty là 1 triệu cổ phiếu.

Giá trị ghi trên sổ sách kế toán một cổ phiếu thường là 60.000 đồng.

Mệnh giá một cổ phiếu là 10.000 đồng.

X tăng trưởng với tốc độ 10%/năm và duy trì ổn định tốc độ này trong tương lai.

Hệ số P/B của các công ty trong cùng ngành ước tính là 2.

Giá trị công ty X = [(1 triệu cổ phần) x 60.000] x 2 = 120.000 triệu đồng

5.2.3 Phương pháp P/S

(1) Khái niệm

P/S là một trong các chỉ số dùng để đánh giá giá trị cổ phiếu hiện hành so với quá khứ, so với các doanh nghiệp khác trong cùng ngành.

P/S là chỉ số định giá có ý nghĩa tương tự chỉ số P/E hay P/B. P/S đo lường mức giá cổ phiếu so với doanh thu mỗi cổ phần.

Chỉ số Giá/Doanh số (Price/Sales ratio – P/S) được các chuyên viên phân tích sử dụng để định giá doanh nghiệp vì hai lý do. Thứ nhất, họ tin rằng tăng trưởng doanh thu mạnh và ổn định là yêu cầu đối với một công ty tăng trưởng. Thứ hai, so với tất cả các số liệu trên các báo cáo tài chính, thông tin về doanh số ít bị tác động của các mảnh khoe gian lận.

Chỉ số giá trên doanh thu thấp thường được xem là khoản đầu tư tốt khi mà nhà đầu tư trả ít hơn cho mỗi đơn vị doanh thu. Tuy nhiên, doanh thu không thể hiện bức tranh thực của doanh nghiệp nếu như doanh nghiệp hoạt động không có lãi và lợi nhuận vẫn được xem là thước đo hiệu quả hoạt động tốt hơn. Do các giới hạn đó, chỉ số giá trên doanh thu chỉ được sử dụng khi các doanh nghiệp hoạt động lỗ và không tính được chỉ số P/E.

(2) Điều kiện áp dụng

P/S rất khác biệt giữa các công ty hoạt động trong các ngành với nhau, do vậy, P/S chỉ nên được sử dụng giữa các công ty trong cùng một ngành.

(3) Phương pháp tính

$$V_0 = \frac{\text{Doanh thu mỗi cổ phần dự kiến đạt được}}{\text{P/S (quá khứ, doanh nghiệp so sánh/trung bình ngành)}} \times \text{P/S}$$
$$\text{P/S} = \frac{\text{Giá trị mỗi Cổ phiếu (P)}}{\text{Doanh thu mỗi cổ phần của công ty}}$$

Trong đó:

$$\text{Doanh thu trên một cổ phần} = \frac{\text{Tổng doanh thu trong kỳ}}{\text{Lượng cổ phiếu bình quân đang lưu thông bình quân}}$$

(4) Ưu điểm, nhược điểm

(a) Ưu điểm

- Doanh số thường ít bị bóp méo hơn lợi nhuận mỗi cổ phần (EPS) hay giá trị sổ sách mỗi cổ phần, do vậy so với hai phương pháp P/E và P/B, phương pháp P/S được xem có tính khách quan cao hơn.

- Phương pháp này áp dụng được trong trường hợp doanh nghiệp có EPS âm vì doanh số là một số dương ngay cả khi EPS âm.

- Doanh số thường ổn định hơn EPS, do vậy P/S sẽ là một chỉ số tốt dùng cho định giá đối với doanh nghiệp có EPS quá biến động.

(b) Hạn chế

Phương pháp định giá doanh nghiệp dựa vào chỉ số giá trên doanh thu có những hạn chế xuất phát từ chính hạn chế của chỉ số P/S.

- Một công ty có thể tạo ra doanh thu và có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhưng không có được lợi nhuận, hay có thể có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh âm. Để tồn tại lâu, công ty rốt cuộc phải tạo ra được lợi nhuận và tiền. Do vậy P/S chưa hẳn phản ánh được giá trị thực sự của doanh nghiệp.

- Do chỉ số giá trên doanh thu không phản ánh ảnh hưởng của cơ cấu chi phí và cấu trúc nợ, nó được xem là khá giới hạn trong việc phản ánh bức tranh thực cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

- Các tập quán ghi nhận doanh thu có thể gây khác biệt lớn đối với chỉ số doanh thu/cổ phiếu.

Chính vì những hạn chế trên nên phương pháp định giá này thường chỉ được xem là phương pháp hỗ trợ khi một số phương pháp định giá khác như P/E không hoặc khó thực hiện được.

Ví dụ 5.4: Kết hợp các phương pháp so sánh chỉ số để định giá doanh nghiệp

Đánh giá doanh nghiệp A theo thông tin thu thập được từ 3 doanh nghiệp B, C, D trong bảng sau đây:

Đơn vị: Đồng

Chỉ tiêu	B	C	D
1. Doanh thu	2,500,000,000	1,350,000,000	820,000,000
2. Lợi nhuận thuần	200,000,000	160,000,000	70,000,000
3. Khấu hao + Lợi nhuận thuần	350,000,000	260,000,000	56,000,000
4. Số lượng cổ phần	1,500,000	4,200,000	500,000
5 Giá cổ phần trên thị trường	1,200	240	600

Doanh nghiệp A trong những năm gần đây đạt doanh thu bình quân 2 tỷ đồng, lợi nhuận thuần đạt 120 triệu đồng và khấu hao tài sản cố định trích lập hàng năm là 180 triệu đồng. Hãy tính toán giá trị doanh nghiệp A trên cơ sở tình hình của 3 doanh nghiệp nêu trên.

Tính toán: Lập bảng tính như sau:

Đơn vị: Đồng

Chỉ tiêu	B	C	D	Trung bình
1. Doanh thu	2,500,000,000	1,350,000,000	820,000,000	
2. Lợi nhuận thuần	200,000,000	160,000,000	70,000,000	
3. Khấu hao + Lợi nhuận thuần (Cast Flows: CF)	350,000,000	260,000,000	56,000,000	
4. Số lượng cổ phần	1,500,000	4,200,000	500,000	
5. Doanh thu / cổ phần (1/4)	1,667	321	1,640	
6. Lợi nhuận thuần / cổ phần (2 / 4)	133	38	140	
7. CF / cổ phần (3 / 4)	233	62	112	
8. Giá cổ phần trên thị trường	1,200	240	600	
9. Giá cổ phần / doanh thu (8x4 / 1)	72%	75%	37%	61%
10. Tỷ lệ P/E (8 / 6)	9	6	4	6.53
11. Giá cổ phần / CF (8 x 4 / 3)	5.14	3.88	5.36	4.79
ƯỚC TÍNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP A				
12. Ước tính theo doanh thu	2,000,000,000 x 61% =			1,221,680,217
13. Ước tính theo tỷ lệ P/E	120,000,000 x 6.53 =			783,428,571
14. Ước tính theo CF	(180,000,000 + 120,000,000) x 4.79 =			1,437,692,308
15. Giá trị trung bình của doanh nghiệp A	(12 + 13 + 14) / 3 =			1,147,600,365

5.3 Ưu điểm và nhược điểm

5.3.1 Ưu điểm

+ Các phương pháp định giá so sánh cho kết quả nhanh chóng để giúp nhà đầu tư ra quyết định kịp thời.

+ Phương pháp so sánh dựa trên cơ sở giá trị thị trường bằng cách so sánh trực tiếp nên đem lại cho người sử dụng kết quả cái nhìn trực quan, dễ hiểu về giá trị của doanh nghiệp định giá so với các doanh nghiệp khác trên thị trường.

5.3.2 Nhược điểm

+ Phương pháp so sánh dựa trên các chỉ số P/E, P/B, P/S hay các chỉ số khác mang nặng tính kinh nghiệm, thiếu các lý luận và mô hình lý thuyết vững chắc nền tảng.

+ Phương pháp so sánh cũng không đưa ra được những cơ sở để các nhà đầu tư phân tích, đánh giá về khả năng tăng trưởng và rủi ro tác động tới giá trị doanh nghiệp.

5.4 Điều kiện áp dụng

Phương pháp này áp dụng trong trường hợp có nhiều doanh nghiệp so sánh được giao dịch trên thị trường tài chính và thị trường đã đánh giá các doanh nghiệp này tương đối chính xác.

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG

Câu hỏi lý thuyết

1. Trình bày cơ sở lý luận, nội dung, ưu và nhược điểm, điều kiện áp dụng của phương pháp so sánh.
2. Nêu cách xác định các chỉ tiêu trong phương pháp P/E, P/B, P/S.
3. Tại sao kết quả giá trị doanh nghiệp khi định giá theo phương pháp so sánh chỉ được dùng để tham khảo? Phân tích và cho ví dụ minh họa.

Bài tập

Bài 1. Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của công ty GLK là 10% và có thể duy trì như vậy trong tương lai. Tỷ lệ chiết khấu dòng thu nhập là 15%. P/E của công ty đang là 5.5. Ta có thể dự báo khả năng chi trả cổ tức của công ty này từ các thông tin trên là bao nhiêu?

Bài 2. Công ty cổ phần X có các thông tin như sau:

- Tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty là 1 triệu cổ phiếu.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức cố định không đổi là 50%.
- Giá trị ghi trên sổ sách kế toán một cổ phiếu là 60.000 đồng.
- Mệnh giá một cổ phiếu là 10.000 đồng.

Hãy định giá công ty X theo phương pháp mà anh/chị cho là thích hợp biết rằng:

- Công ty không có cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu quỹ.
- X tăng trưởng với tốc độ 10%/năm và duy trì ổn định tốc độ này trong tương lai.
- Hệ số P/E của các công ty trong cùng ngành ước tính là 16.
- Hệ số P/B của các công ty trong cùng ngành ước tính là 2.

Bài 3. Walgreen điều hành chuỗi cửa hàng bán lẻ dược phẩm lớn ở Mỹ. Công ty có những dữ liệu tài chính như sau:

- Năm 2012, công ty có thu nhập thuần là 221 triệu USD, doanh thu là 8,298 triệu USD, tỷ lệ chi trả cổ tức là 30%.

- Dự kiến, từ năm 2013 đến 2018, tỷ lệ chi trả cổ tức không thay đổi, tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng của lợi nhuận là 15%.
- Sau năm 2018, dự kiến tỷ lệ chi trả cổ tức là 60%, tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng của lợi nhuận giảm xuống 6%.
- Hệ số beta là 1,15 và không đổi theo thời gian. Lãi suất trái phiếu Chính phủ là 7%, phần bù rủi ro thị trường là 6%.

Yêu cầu: Hãy xác định P/S của công ty.

TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG

Bộ Tài chính, *Thẩm định giá doanh nghiệp*, Tài liệu bồi dưỡng kiến thức ngắn hạn nghiệp vụ thẩm định giá, 2016.

Nguyễn Minh Điện, *Thẩm định giá Tài sản và Doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Thông kê, Hà Nội, 2010.

Nguyễn Minh Hoàng, *Nguyên lý chung định giá tài sản và giá trị doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Lao động - Xã hội, Hà Nội, 2008.

Fernández P., 2007, *Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations*, IESE Business School, University of Navarra, Spain.

Koller T., Goedhart M., Wessels D., 2015, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6th edition, Wiley.

CHƯƠNG 6. TỔ CHỨC CÔNG TÁC ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Định giá doanh nghiệp và thẩm định giá doanh nghiệp là hai hoạt động liên quan chặt chẽ và đối tượng nghiên cứu, xác định đều là giá trị của doanh nghiệp. Hai hoạt động này tuy vậy nhau về bản chất và nguyên tắc thực hiện. Về bản chất định giá là việc đánh giá giá trị của tài sản phù hợp với thị trường tại một địa điểm, thời điểm nhất định còn thẩm định giá là việc đánh giá hoặc đánh giá lại giá trị của tài sản phù hợp với thị trường tại một địa điểm, thời điểm nhất định theo tiêu chuẩn Việt Nam hoặc theo thông lệ Quốc tế. Về nguyên tắc thực hiện, định giá tài sản phải đảm bảo nguyên tắc: Định giá tài sản phải dựa trên các tiêu chuẩn kỹ thuật, tính chất, vị trí, quy mô, thực trạng của tài sản và giá của thị trường tại thời điểm định giá. Định giá tài sản phải độc lập, khách quan, trung thực và tuân thủ pháp luật. Thẩm định giá theo nguyên tắc: (1) Tuân thủ pháp luật, tiêu chuẩn định giá Việt Nam và quốc tế, (2) Chịu trách nhiệm trước pháp luật về hoạt động nghề nghiệp và kết quả định giá, (3) Đảm bảo tính độc lập về chuyên môn nghiệp vụ và tính trung thực, khách quan của hoạt động định giá, (4) Bảo mật các thông tin của đơn vị được định giá, trừ trường hợp đơn vị được định giá đồng ý hoặc pháp luật có quy định khác. Nói cách khác, thẩm định giá doanh nghiệp khác định giá doanh nghiệp ở tính quy chuẩn về cả phương pháp, tài liệu và người thực hiện. Các hoạt động tổ chức định giá doanh nghiệp bao gồm quy trình định giá, ra báo cáo định giá hay chứng thư định giá có thể sử dụng các tiêu chuẩn của định giá doanh nghiệp để hướng dẫn nhằm dễ dàng thực hiện cũng như nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động thẩm định giá sau định giá nếu cần. Vì vậy, chương 6 sẽ dựa vào các tiêu chuẩn thẩm định giá với các điều chỉnh phù hợp để trình bày các nội dung công tác tổ chức định giá doanh nghiệp.

6.1 Quy trình định giá doanh nghiệp

Quy trình định giá doanh nghiệp có thể theo quy trình định giá tại Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 05 ban hành theo Thông tư số 28/2015/TT-BTC ngày 06/03/2015 của Bộ Tài chính.

Nhìn chung, quy trình định giá doanh nghiệp tương tự như quy trình định giá các tài sản khác, nhưng nội dung cụ thể của các bước cần được điều chỉnh phù hợp với việc định giá doanh nghiệp.

1. Bước 1: Xác định tổng quát về tài sản cần định giá và loại hình giá trị làm cơ sở định giá

Trong bước này cần chú ý các vấn đề:

a) Xác định các đặc điểm cơ bản về pháp lý, kinh tế của doanh nghiệp cần định giá có ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp định giá tại thời điểm định giá. Trường hợp có những hạn chế trong việc xác định các đặc điểm này, cần nêu rõ trong báo cáo kết quả định giá và chứng thư định giá.

b) Xác định đối tượng sử dụng kết quả định giá: Đối tượng sử dụng kết quả định giá là khách hàng định giá và bên thứ ba sử dụng kết quả định giá (nếu có) theo hợp đồng định giá đã ký kết.

c) Xác định mục đích định giá và thời điểm định giá.

Mục đích định giá và thời điểm định giá được xác định căn cứ vào văn bản yêu cầu định giá của cơ quan nhà nước có thẩm quyền, văn bản đề nghị định giá của khách hàng định giá hoặc hợp đồng định giá. Mục đích định giá và thời điểm định giá phải được ghi rõ trong hợp đồng định giá, báo cáo kết quả định giá và chứng thư định giá.

Người định giá cần trao đổi cụ thể với khách hàng để xác định mục đích định giá và thời điểm định giá phù hợp với mục đích sử dụng của chứng thư định giá

d) Xác định cơ sở giá trị của định giá

Căn cứ vào mục đích định giá, đặc điểm pháp lý, đặc điểm kinh tế - kỹ thuật và đặc điểm thị trường của doanh nghiệp định giá người định giá xác định cơ sở giá trị của định giá là giá trị thị trường hay giá trị phi thị trường của doanh nghiệp.

e) Xác định giả thiết và giả thiết đặc biệt

Người định giá có thể đưa ra giả thiết đối với những thông tin còn hạn chế, chưa chắc chắn ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp định giá trong trường hợp không khắc phục được những hạn chế này. Các hạn chế về thông tin bao gồm các hạn chế về hồ sơ pháp lý của doanh nghiệp định giá, hạn chế về đặc điểm của doanh nghiệp định giá, hoặc hạn chế về các thông tin khác ảnh hưởng đến việc ước tính giá trị của doanh nghiệp định giá.

Ví dụ: Khi định giá khu đất của một doanh nghiệp, người định giá thu thập được thông tin cho rằng thửa đất này có khả năng bị ô nhiễm nhưng chưa có cơ sở vững chắc để kết luận thửa đất này bị ô nhiễm. Người định giá có thể giả thiết thửa đất này không bị ô nhiễm nếu các chi phí để xác định mức độ ô nhiễm là quá lớn và không cần thiết trong bối cảnh, phạm vi cuộc định giá. Hoặc, khi định giá trị của tên thương mại gắn với một doanh nghiệp, người định giá có thể giả định rằng doanh nghiệp đó sẽ tiếp tục hoạt động lâu dài mặc dù điều này không hoàn toàn chắc chắn.

Giả thiết đặc biệt là giả thiết về tình trạng của doanh nghiệp khác với thực tế tại thời điểm thẩm định giá, tuy nhiên giả thiết này cần được áp dụng để phù hợp với mục đích thẩm định giá theo yêu cầu của khách hàng. Ví dụ trường hợp một doanh nghiệp đã ngừng hoạt động tại thời điểm thẩm định giá, tuy nhiên khách hàng yêu cầu xác định giá trị doanh nghiệp trong trường hợp doanh nghiệp vẫn đang hoạt động tại thời điểm thẩm định giá.

Các giả thiết và giả thiết đặc biệt đưa ra phải hợp lý và phù hợp với mục đích định giá. Các giả thiết đặc biệt cần phải được thông báo và có sự đồng thuận của khách hàng định giá và đảm bảo phù hợp với các quy định của pháp luật có liên quan. Các giả thiết và giả thiết đặc biệt cần được thuyết minh rõ tại báo cáo kết quả định giá.

2. Bước 2: Lập kế hoạch định giá

Việc lập kế hoạch định giá nhằm xác định rõ phạm vi, nội dung công việc, tiến độ thực hiện từng nội dung công việc và tiến độ thực hiện của toàn bộ cuộc định giá. Nội dung kế hoạch phải thể hiện những công việc cơ bản sau:

- Xác định mục tiêu, yêu cầu, phạm vi và nội dung công việc.
- Xác định phương thức, cách thức tiến hành định giá.
- Xác định dữ liệu cần thiết cho cuộc định giá, các tài liệu cần thu thập về thị trường, doanh nghiệp định giá, doanh nghiệp so sánh.
- Xác định và phát triển các nguồn tài liệu, đảm bảo nguồn tài liệu đáng tin cậy và phải được kiểm chứng: Nghiên cứu hồ sơ, tài liệu về doanh nghiệp cần định giá.
- Xây dựng tiến độ thực hiện, xác định trình tự thu thập và phân tích dữ liệu, thời hạn cho phép của trình tự phải thực hiện.
- Xác định việc tổ chức thực hiện, phân bổ nguồn lực: Lập phương án phân công người định giá và các cán bộ trợ giúp thực hiện yêu cầu định giá của khách hàng, đảm bảo việc áp dụng quy trình kiểm soát chất lượng hoạt động định giá của doanh nghiệp làm dịch vụ định giá.
- Xác định nội dung công việc cần thuê chuyên gia tư vấn (nếu có).

3. Bước 3: Khảo sát hiện trường, thu thập thông tin

Các nguồn thông tin thu thập, phục vụ cho quá trình định giá bao gồm: thông tin do khách hàng cung cấp; thông tin từ kết quả khảo sát thực tế; thông tin từ các giao dịch mua bán trên thị trường (ví dụ: giá thực mua bán, giá chào bán, giá chào mua, điều kiện mua bán, khối lượng giao dịch, thời gian giao dịch, địa điểm giao dịch); thông tin trên các phương tiện truyền thông của địa phương, trung ương và của các cơ quan quản lý nhà nước có thẩm quyền; thông tin trên các văn bản thể hiện tính pháp lý về quyền của chủ sở hữu, về các đặc tính kinh tế của doanh nghiệp, về quy hoạch phát triển kinh tế, xã hội của vùng, miền có liên quan đến doanh nghiệp.

Người định giá có trách nhiệm kiểm chứng thông tin để bảo đảm độ tin cậy, chính xác trước khi đưa vào phân tích thông tin, áp dụng các cách tiếp cận và phương pháp định giá. Đối với những tài liệu do khách hàng cung cấp, nếu phát hiện nội dung tài liệu, hồ sơ không hoàn chỉnh, không đầy đủ hoặc có nghi vấn người định giá phải kịp thời yêu cầu khách hàng bổ sung đầy đủ hoặc xác minh, làm rõ.

Người định giá phải trực tiếp tham gia vào quá trình khảo sát, ký biên bản khảo sát hiện trạng doanh nghiệp và thu thập số liệu về thông số của doanh nghiệp cần định giá và các doanh nghiệp so sánh (nếu sử dụng các doanh nghiệp so sánh).

Các thông tin cần thu thập đối với định giá doanh nghiệp như sau: Khảo sát và thu thập số liệu về ngành nghề kinh doanh, vị trí kinh doanh trong ngành (nếu có), thành viên

góp vốn, năng lực quản trị, quan hệ giữa doanh nghiệp với khách hàng và nhà cung cấp; các khoản doanh thu và chi phí của doanh nghiệp; hiện trạng về tài sản, tổng giá trị tài sản thuộc quyền sở hữu của doanh nghiệp tại thời điểm định giá; môi trường kinh tế, môi trường chính trị, môi trường khoa học – công nghệ, các đơn vị cạnh tranh, cơ chế quản lý của Nhà nước đối với doanh nghiệp; các thông tin khác ảnh hưởng tới giá trị của doanh nghiệp.

4. Bước 4: Phân tích thông tin

Là quá trình phân tích toàn bộ các thông tin thu thập được liên quan đến doanh nghiệp định giá và các doanh nghiệp so sánh để đánh giá tác động của các yếu tố đến kết quả định giá cuối cùng. Cụ thể:

a) Phân tích những thông tin về đặc điểm của doanh nghiệp (pháp lý, kinh tế-kinh doanh).

b) Phân tích những thông tin về thị trường của doanh nghiệp định giá: cung- cầu; sự thay đổi của chính sách, pháp luật; sự phát triển của khoa học, công nghệ và các yếu tố khác.

c) Phân tích về việc kinh doanh doanh nghiệp tốt nhất và có hiệu quả nhất.

Người định giá phân tích khả năng kinh doanh doanh nghiệp tốt nhất nhằm bảo đảm sử dụng một cách hợp pháp, hợp lý trong điều kiện cho phép về mặt kỹ thuật, tài chính và mang lại giá trị cao nhất cho doanh nghiệp.

5. Xác định giá trị doanh nghiệp cần định giá

Căn cứ các cách tiếp cận định giá, người định giá phân tích và lựa chọn các phương pháp định giá phù hợp với mục đích định giá, cơ sở giá trị lựa chọn, mức độ sẵn có của các dữ liệu, thông tin để áp dụng các phương pháp định giá và phù hợp với các quy định của pháp luật liên quan (nếu có).

Người định giá áp dụng từ 02 phương pháp định giá trở lên đối với một doanh nghiệp cần định giá để đối chiếu kết quả và kết luận chính xác về kết quả định giá trừ trường hợp thực hiện theo quy định khác của pháp luật chuyên ngành. Khi áp dụng nhiều phương pháp định giá, người định giá cần đánh giá và chỉ rõ phương pháp định giá nào là phương pháp định giá chính, phương pháp định giá nào được sử dụng để kiểm tra, đối chiếu, từ đó phân tích, tính toán để đi đến kết luận cuối cùng về kết quả định giá.

Trong trường hợp sử dụng phương pháp so sánh thị trường nhưng chỉ có 02 (hai) doanh nghiệp so sánh thì kết quả định giá của phương pháp so sánh chỉ được dùng để kiểm tra, đối chiếu với kết quả định giá có được từ các phương pháp định giá khác.

Người định giá được sử dụng 01 (một) phương pháp định giá trong các trường hợp:

- Áp dụng phương pháp so sánh thị trường khi có nhiều số liệu từ các đối tượng (tối thiểu 03 đối tượng) của các doanh nghiệp so sánh trên thị trường gần thời điểm định giá.

- Không có đủ thông tin để áp dụng 02 (hai) phương pháp định giá trở lên và đưa ra căn cứ thực tế chứng minh cho việc không thể khắc phục được những hạn chế về thông tin này.

6. Bước 6: Lập báo cáo và chứng thư định giá

- Báo cáo kết quả định giá và chứng thư định giá có thể được lập theo quy định tại Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 06- Báo cáo kết quả thẩm định giá, chứng thư thẩm định giá và hồ sơ thẩm định giá.

- Xác định thời điểm bắt đầu có hiệu lực của chứng thư định giá: Thời điểm có hiệu lực của chứng thư định giá là ngày, tháng, năm ban hành chứng thư định giá.

- Xác định thời hạn có hiệu lực của kết quả định giá: Thời hạn có hiệu lực của kết quả định giá được xác định trên cơ sở đặc điểm pháp lý, kinh tế - kinh doanh của doanh nghiệp cần định giá; biến động về pháp lý, thị trường liên quan đến doanh nghiệp cần định giá và mục đích định giá nhưng tối đa không quá 6 (sáu) tháng kể từ thời điểm chứng thư định giá có hiệu lực.

- Báo cáo kết quả định giá và chứng thư định giá sau khi được doanh nghiệp định giá hoặc chi nhánh doanh nghiệp định giá ký phát hành theo đúng quy định của pháp luật được chuyển cho khách hàng và bên thứ ba sử dụng kết quả định giá (nếu có) theo hợp đồng định giá đã được ký kết.

6.2 Báo cáo định giá doanh nghiệp

Báo cáo kết quả định giá (sau đây gọi là Báo cáo) phải thể hiện thông tin đúng theo thực tế, mang tính mô tả và dựa trên bằng chứng cụ thể để thuyết minh về mức giá của tài sản cần định giá. Những thông tin này phải được trình bày theo một trình tự khoa học, hợp lý, từ mô tả về tài sản đến những yếu tố tác động tới giá trị của tài sản. Báo cáo phải có các lập luận, phân tích những dữ liệu thu thập trên thị trường hình thành kết quả định giá. Báo cáo là một phần không thể tách rời của Chứng thư định giá.

Nội dung báo cáo định giá có thể dựa trên tiêu chuẩn số 6 (Báo cáo kết quả định giá, chứng thư định giá và hồ sơ định giá) trong Hệ thống tiêu chuẩn định giá Việt Nam ban hành theo Thông tư số 28/2015/TT-BTC ngày 6/3/2015). Nội dung chi tiết của Báo cáo có thể thay đổi theo đối tượng định giá, mục đích, yêu cầu tiến hành định giá và theo yêu cầu của khách hàng. Tuy nhiên, một Báo cáo phải bao gồm các nội dung cơ bản sau:

a) Thông tin về doanh nghiệp định giá hoặc người định giá doanh nghiệp

Tên và địa chỉ của doanh nghiệp, văn phòng giao dịch của doanh nghiệp (nếu có).
Tên và vị trí công việc trong doanh nghiệp của người định giá doanh nghiệp.

b) Các thông tin cơ bản về cuộc định giá:

- Thông tin về khách hàng định giá tài sản, số hợp đồng định giá và/hoặc văn bản yêu cầu/đề nghị định giá (nếu có).

- Tên doanh nghiệp định giá.
- Thời điểm định giá.
- Mục đích định giá.
- Các nguồn thông tin được sử dụng trong quá trình định giá và mức độ kiểm tra, thẩm

định các nguồn thông tin đó.

- Căn cứ pháp lý để định giá: những văn bản quy phạm pháp luật về định giá, các Tiêu chuẩn định giá Việt Nam được áp dụng trong cuộc định giá, các văn bản quy phạm pháp luật khác do cơ quan nhà nước có thẩm quyền ở trung ương hoặc địa phương ban hành liên quan tới cuộc định giá, các giấy tờ pháp lý liên quan tới doanh nghiệp cần định giá.

c) Thông tin về doanh nghiệp định giá: Cần phải nêu rõ đối tượng định giá là toàn bộ doanh nghiệp, lợi ích doanh nghiệp hay một phần lợi ích doanh nghiệp, lợi ích đó thuộc về toàn bộ doanh nghiệp hay nằm trong tài sản cá biệt do doanh nghiệp sở hữu. Mô tả doanh nghiệp định giá, bao gồm những nội dung sau:

- Loại hình tổ chức doanh nghiệp
- Lịch sử doanh nghiệp
- Triển vọng đối với nền kinh tế và của ngành
- Sản phẩm, dịch vụ, thị trường và khách hàng.
- Sự nhạy cảm đối với các yếu tố thời vụ hay chu kỳ
- Sự cạnh tranh
- Nhà cung cấp
- Tài sản gồm tài sản hữu hình và vô hình
- Nhân lực
- Quản lý
- Sở hữu
- Triển vọng đối với doanh nghiệp
- Những giao dịch quá khứ của các lợi ích sở hữu tương tự trong doanh nghiệp.

d) Giả thiết và giả thiết đặc biệt

Người định giá cần nêu rõ các giả thiết, giả thiết đặc biệt để phục vụ cho việc định giá, cơ sở xây dựng cũng như ảnh hưởng của các giả thiết này đến kết quả định giá.

đ) Phương pháp định giá:

Người định giá cần nêu rõ phương pháp định giá được lựa chọn áp dụng, căn cứ lựa chọn cách tiếp cận và phương pháp định giá đó.

Khi áp dụng các phương pháp định giá, người định giá cần thể hiện trong Báo cáo những lập luận, phân tích, chứng cứ, số liệu, bảng tính và các yếu tố khác cho những lần

điều chỉnh, tính toán trong cả quá trình định giá. Các thông tin, số liệu sử dụng trong Báo cáo cần phải được trích dẫn nguồn cụ thể.

e) Kết quả định giá

g) Những điều khoản loại trừ và hạn chế:

- Người định giá căn cứ vào hợp đồng định giá hoặc văn bản yêu cầu/đề nghị định giá, loại tài sản, đặc điểm của cuộc định giá để đưa ra điều khoản loại trừ và hạn chế cho phù hợp.

- Các điều khoản loại trừ và hạn chế có thể bao gồm điều kiện ràng buộc về công việc, giới hạn về phạm vi công việc và các điều kiện hạn chế khác.

- Người định giá cần có đánh giá về mức độ ảnh hưởng của các hạn chế; đồng thời, đưa ra cách thức xử lý (nếu có) đối với các hạn chế đó trong quá trình định giá.

- Người định giá cần nêu rõ những quyền và lợi ích cá nhân (nếu có) liên quan đến doanh nghiệp cần định giá, những xung đột lợi ích có thể nảy sinh trong quá trình thực hiện định giá.

h) Thông tin và chữ ký của người định giá và người đại diện theo pháp luật của doanh nghiệp hoặc người đại diện theo ủy quyền trong lĩnh vực định giá (nếu có) của doanh nghiệp định giá thực hiện Báo cáo kết quả định giá:

- Họ tên, số thẻ và chữ ký của người định giá được giao chịu trách nhiệm thực hiện cuộc định giá phù hợp với đăng ký hành nghề tại doanh nghiệp định giá.

- Họ tên, số thẻ và chữ ký của người đại diện theo pháp luật của doanh nghiệp hoặc người đại diện theo ủy quyền trong lĩnh vực định giá (nếu có) của doanh nghiệp định giá và dấu của doanh nghiệp định giá đối trường hợp phát hành Báo cáo tại doanh nghiệp định giá. Họ tên, số thẻ và chữ ký của người đứng đầu chi nhánh doanh nghiệp định giá và dấu của chi nhánh doanh nghiệp định giá đối với trường hợp phát hành Báo cáo tại chi nhánh doanh nghiệp định giá được phép phát hành chứng thư định giá theo ủy quyền của doanh nghiệp định giá.

i) Các phụ lục kèm theo, bao gồm:

- Danh sách tất cả các tài liệu, thông tin liên quan đến cuộc định giá.

- Tài liệu thể hiện tính pháp lý và đặc điểm kinh tế - kỹ thuật của doanh nghiệp cần định giá.

- Kết quả khảo sát thực tế về doanh nghiệp định giá.

- Các nội dung khác liên quan đến cuộc định giá (nếu có).

Ngoài ra, người định giá cần dẫn chiếu nguồn tin đối với tất cả các thông tin, số liệu trong Báo cáo.

6.3 Chứng thư định giá doanh nghiệp

Chứng thư định giá là văn bản do doanh nghiệp, tổ chức định giá lập nhằm công bố cho khách hàng hoặc bên thứ ba về những nội dung cơ bản liên quan đến kết quả định giá tài sản.

Nội dung: tiêu chuẩn số 06 (Báo cáo kết quả định giá, chứng thư định giá và hồ sơ định giá) trong Hệ thống tiêu chuẩn định giá Việt Nam ban hành theo Thông tư số 28/2015/TT-BTC ngày 06/03/2015).

Nhiệm vụ định giá chỉ hoàn thành cho đến khi kết luận được phát biểu trong báo cáo và trình bày cho khách hàng. Chứng thư định giá trình bày tóm tắt quá trình định giá, kết quả định giá, những điều kiện ràng buộc có ảnh hưởng đến việc ước lượng giá trị BĐS và sử dụng kết quả định giá.

Hình thức và nội dung của Chứng thư định giá doanh nghiệp cũng tương tự chứng thư định giá các tài sản khác có điều chỉnh các nội dung phù hợp với đối tượng định giá là doanh nghiệp. Chứng thư định giá doanh nghiệp bao gồm các nội dung sau:

- a) Thông tin về khách hàng định giá (nếu có)
- b) Thông tin cơ bản của doanh nghiệp được định giá;
- c) Mục đích định giá
- d) Thời điểm định giá
- đ) Giá thiết định giá
- e) Phương pháp định giá doanh nghiệp;
- g) Các loại trừ và hạn chế của kết quả định giá.
- h) Kết quả định giá doanh nghiệp cuối cùng
- i) Các nội dung khác.

Chứng thư định giá gửi cho khách hàng bao gồm cả báo cáo kết quả định giá. Chứng thư định giá doanh nghiệp là căn cứ để các bên tham khảo khi đàm phán và quyết định giá mua bán, đầu tư doanh nghiệp.

Chứng thư định giá doanh nghiệp do công ty dịch vụ định giá chuyên nghiệp thực hiện thường được lập thành ba bản, có giá trị pháp lý như nhau, hai bản giao cho khách hàng, một bản lưu tại tổ chức, cá nhân định giá doanh nghiệp để lưu.

6.4 Tổ chức xác định giá trị doanh nghiệp

Hoạt động định giá doanh nghiệp có thể được thực hiện bởi chính doanh nghiệp cần định giá nếu chuyên viên tài chính của công ty này vững vàng, có kiến thức, kỹ năng và kinh nghiệm định giá. Tuy vậy, do hoạt động định giá doanh nghiệp là hoạt động phức tạp nên hoạt động này thường do các tổ chức định giá chuyên nghiệp thực hiện.

- Tiêu chuẩn, điều kiện của tổ chức tư vấn định giá chuyên nghiệp tại Việt Nam

Theo Thông tư 127/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính Hướng dẫn về tiêu chuẩn, điều kiện và quy trình thủ tục công nhận tổ chức cung cấp dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp thì tiêu chuẩn, điều kiện của tổ chức tư vấn định giá chuyên nghiệp tại Việt Nam như sau:

Thứ nhất: Các tổ chức tư vấn định giá trong nước đăng ký cung cấp dịch vụ tư vấn xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa phải có đủ các tiêu chuẩn, điều kiện sau:

a) Là các công ty kiểm toán, công ty chứng khoán, doanh nghiệp định giá có chức năng định giá và đáp ứng các điều kiện về tổ chức và hoạt động đối với từng loại hình doanh nghiệp theo quy định của pháp luật Việt Nam;

b) Có quy trình nghiệp vụ xác định giá trị doanh nghiệp phù hợp với Nghị định số 59/2011/NĐ-CP, các văn bản hướng dẫn có liên quan và các văn bản sửa đổi, bổ sung (nếu có);

c) Có ít nhất năm (05) năm kinh nghiệm về một (01) trong các lĩnh vực hoạt động sau: định giá, kiểm toán, kế toán, tư vấn tài chính, tư vấn chuyển đổi sở hữu doanh nghiệp. Trong thời gian ba (03) năm gần nhất với thời điểm nộp hồ sơ đăng ký thực hiện dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp, mỗi năm phải thực hiện cung cấp dịch vụ thuộc các lĩnh vực nêu trên được ít nhất ba mươi (30) hợp đồng;

d) Có ít nhất ba (03) người định giá về giá đã được Bộ Tài chính cấp thẻ người định giá về giá và đăng ký hành nghề định giá chuyên trách tại doanh nghiệp;

đ) Đáp ứng các tiêu chí về số lượng, chất lượng của đội ngũ nhân viên làm việc trong các lĩnh vực, ngành nghề mà tổ chức đang hoạt động theo quy định tại điểm a Khoản này;

e) Không bị xử phạt vi phạm hành chính với các tình tiết tăng nặng theo kết luận của cơ quan quyết định xử phạt trong lĩnh vực định giá và xác định giá trị doanh nghiệp trong vòng năm (05) năm liền kề trước năm đăng ký thực hiện dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp.

Trường hợp tổ chức đề nghị được cung cấp dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp bị cơ quan nhà nước có thẩm quyền về kiểm tra, thanh tra kết luận có những sai phạm trong hoạt động định giá, xác định giá trị doanh nghiệp và đang trong quá trình chuyển hồ sơ xử lý theo quy định của pháp luật thì cũng không đủ tiêu chuẩn, điều kiện đăng ký tổ chức tư vấn định giá theo quy định tại Thông tư này.

Thứ hai: Các tổ chức tư vấn định giá nước ngoài không thành lập pháp nhân tại Việt Nam chỉ được phép cung cấp dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa khi hợp tác, liên danh với các tổ chức tư vấn định giá trong nước được Bộ Tài chính công nhận theo quy định tại Thông tư này. Điều kiện để các tổ chức nước ngoài được hợp tác, liên danh với tổ chức tư vấn định giá trong nước bao gồm:

a) Là tổ chức hoạt động trong các lĩnh vực định giá, kiểm toán, kế toán, tư vấn tài chính, tư vấn chuyển đổi sở hữu doanh nghiệp theo pháp luật tại nước đặt trụ sở chính;

b) Có ít nhất năm (05) năm kinh nghiệm về một trong các lĩnh vực sau: định giá, kiểm toán, kế toán, chứng khoán, tư vấn tài chính và tư vấn chuyển đổi sở hữu doanh nghiệp.

- Các vấn đề cần lưu ý trong tổ chức định giá doanh nghiệp

Định giá là lĩnh vực mới tại Việt Nam nên các tổ chức định giá chuyên nghiệp tại Việt Nam đều là những công ty non trẻ. Các tổ chức định giá chuyên nghiệp cần lưu ý một số vấn đề sau trong tổ chức xác định giá trị doanh nghiệp để đảm bảo hoạt động định giá được chính xác.

Thứ nhất, tổ chức nhân lực định giá

- Các công ty làm dịch vụ định giá cần tuyển dụng nhân lực kiến thức, kinh nghiệm về định giá, tuyển dụng thêm các chuyên viên phân tích tài chính, sau đó đào tạo họ thêm về nghiệp vụ định giá, tạo mọi điều kiện thuận lợi cho họ học tập và nghiên cứu như hỗ trợ chi phí, song phải có những điều kiện cam kết làm việc lâu dài cho công ty sau khi hoàn thành việc đào tạo.

- Công ty nên tận dụng nguồn lực trong xã hội như thuê chuyên gia, tuyển cộng tác viên.

- Giới thiệu và khuyến khích nhân viên tham gia các khóa đào tạo chuyên sâu về lĩnh vực kinh tế, tài chính doanh nghiệp. Điều này vừa tốt cho công ty, vừa tốt cho cá nhân những người tham gia.

- Mở rộng mối quan hệ hợp tác trong nước và quốc tế để học hỏi kiến thức, kinh nghiệm thực tiễn. Đặc biệt là các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á và trên thế giới như Ủy ban tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế, Hiệp hội các tổ chức thẩm định giá quốc tế, Hiệp hội thẩm định giá ASEAN,...

Thứ hai, tổ chức thu thập, lưu trữ nguồn thông tin dữ liệu

- Các công ty định giá chuyên nghiệp cần lưu trữ nguồn dữ liệu từ những hồ sơ đã định giá. Nhân viên công ty phải thường xuyên cập nhật thông tin thị trường để đảm bảo tính chính xác nguồn thông tin, phải tìm hiểu, thu thập thông tin về các loại tài sản của doanh nghiệp, các văn bản pháp luật về các loại hình doanh nghiệp nhằm hỗ trợ công tác định giá thuận lợi hơn.

- Xây dựng và lưu trữ thông tin bằng các phần mềm tin học như Evernote, Knowledgeworkshop và một số phần mềm khác để dễ dàng tìm kiếm mỗi khi cần.

- Trao đổi thông tin về lĩnh vực định giá với các công ty định giá khác, nhằm làm giàu nguồn thông tin.

Tuy vậy, để xây dựng được một nguồn thông tin cũng cần có nhiều thời gian thu thập và cả tiền bạc cho việc thực hiện. Việc trao đổi thông tin với các công ty định giá khác không phải dễ dàng vì tính cạnh tranh trên thị trường.

Thứ ba, về phương pháp định giá doanh nghiệp.

Khi tiến hành định giá cần phân tích điều kiện sử dụng phương pháp định giá để lựa chọn phương pháp thích hợp. Khuyến khích sử dụng hỗn hợp các phương pháp, phương pháp tài sản, phương pháp dòng tiền chiết khấu, phương pháp so sánh để so sánh kết quả của từng phương pháp và đưa ra giá trị cuối cùng.

Mặc dù định giá doanh nghiệp có nhiều phương pháp để định giá, song ngành định giá ở Việt Nam còn non trẻ, chất lượng nguồn thông tin phục vụ cho công tác định giá chưa cao và còn thiếu. Ngoài ra, khung pháp lý ở Việt Nam cũng còn nhiều hạn chế (xem phụ lục 2) dẫn đến việc áp dụng nhiều phương pháp định giá trị doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Nếu công ty thực hiện được những giải pháp này thì đồng nghĩa với công ty là có thể đi đầu trong lĩnh vực định giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam.

CÂU HỎI ÔN TẬP CHƯƠNG

Câu hỏi lý thuyết

1. Nêu nội dung các bước trong quy trình định giá doanh nghiệp. Trong các bước này, bước nào là quan trọng nhất? Tại sao?
2. Nêu nội dung báo cáo định giá doanh nghiệp. Khi lập báo cáo định giá doanh nghiệp, người định giá cần chú ý điều gì?
3. Nêu nội dung chứng thư định giá doanh nghiệp. Phân biệt báo cáo và chứng thư định giá doanh nghiệp.
4. Tại sao cần đưa ra nội dung quy trình, báo cáo, chứng thư định giá doanh nghiệp một cách thống nhất? Giải thích và cho ví dụ minh họa.
5. Trình bày những điểm cần lưu ý trong công tác tổ chức xác định giá trị doanh nghiệp tại các tổ chức định giá chuyên nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO CHƯƠNG

Bộ Tài chính, *Thông tư số 158/2014/TT-BTC ngày 27/10/2014 Ban hành Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 01, 02, 03, 04.*

Bộ Tài chính, *Thông tư số 28/2015/TT-BTC ngày 06/03/2014 Ban hành Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 05, 06, 07.*

Bộ Tài chính, *Thẩm định giá doanh nghiệp*, Tài liệu bồi dưỡng kiến thức ngắn hạn nghiệp vụ thẩm định giá.

Nguyễn Minh Hoàng, *Nguyên lý chung định giá tài sản và giá trị doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Lao động - Xã hội, Hà Nội, 2008.

PHỤ LỤC 1.

BẢNG TRA CỨU THỪA SỐ GIÁ TRỊ HIỆN TẠI VÀ GIÁ TRỊ TƯƠNG LAI

PTTE

PHỤ LỤC 2. MỘT SỐ VĂN BẢN PHÁP LUẬT VỀ ĐỊNH GIÁ TẠI VIỆT NAM

STT	Tên văn bản
1	Nghị định 116/2015/NĐ-Cp ngày 11/11/2015 sửa đổi bổ sung Nghị định 59/2011/NĐ-CP
2	Nghị định số 91/2015/NĐ-Cp ngày 13/10/2015 về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, TS tại doanh nghiệp
3	Nghị định 41/NĐ-CP ngày 15.9.2015 về việc Bán cổ phần theo lô
4	Thông tư 205/2014/TT-BTC ngày 24/12/2014 sửa đổi bổ sung một số điều của TT 127/2012/TT-BTC ngày 08/8/2012
5	Thông tư 127/2014/TT-BTC ngày 05/9/2014 hướng dẫn xử lý tài chính và xác định giá trị doanh nghiệp
6	Quyết định 51/QĐ-TTG ngày 15/9/2014 v/v một số nội dung về thoái vốn, bán cổ phần
7	Thông tư số 26/2013/TT-BTNMT ngày 26/9/2013 hướng dẫn xác định diện tích đất loại trừ không tính vào giá trị DN
8	Thông tư 194/2013/TT-BTC ngày 17/12/2013 hướng dẫn tái cơ cấu doanh nghiệp 100% vốn nhà nước không đủ điều kiện CPH
9	Nghị định số 71/2013/NĐ-CP ngày 11/7/2013 về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý tài chính
10	Nghị định 189/2013/NĐ-CP ngày 20/11/2013 sửa đổi bổ sung một số điều của Nghị định số 59/2011/NĐ-CP
11	Thông tư 220/2013/TT-BTC ngày 31/12/2013 hướng dẫn thực hiện một số điều của Nghị định 71/2013/NĐ-CP ngày 11/7/2013
12	Thông tư 127/2012/TT-BTC ngày 8/8/2012 hướng dẫn về tiêu chuẩn, điều kiện và quy trình thủ tục công nhận tổ chức cung cấp dịch vụ XDGTĐN
13	Nghị định 59/2011/NĐ-CP ngày 18/7/2011 về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty CP

Bảng 1. Thừa số giá trị tương lai của 1 khoản tiền (FVF) (1 đơn vị tiền tệ, i%, n kỳ) $FVF = (1 + i)^n$

n \ i	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1	1.0100	1.0200	1.0300	1.0400	1.0500	1.0600	1.0700	1.0800	1.0900	1.1000	1.1100	1.1200	1.1300	1.1400	1.1500
2	1.0201	1.0404	1.0609	1.0816	1.1025	1.1236	1.1449	1.1664	1.1881	1.2100	1.2321	1.2544	1.2769	1.2996	1.3225
3	1.0303	1.0612	1.0927	1.1249	1.1576	1.1910	1.2250	1.2597	1.2950	1.3310	1.3676	1.4049	1.4429	1.4815	1.5209
4	1.0406	1.0824	1.1255	1.1699	1.2155	1.2625	1.3108	1.3605	1.4116	1.4641	1.5181	1.5735	1.6305	1.6890	1.7490
5	1.0510	1.1041	1.1593	1.2167	1.2763	1.3382	1.4026	1.4693	1.5386	1.6105	1.6851	1.7623	1.8424	1.9254	2.0114
6	1.0615	1.1262	1.1941	1.2653	1.3401	1.4185	1.5007	1.5869	1.6771	1.7716	1.8704	1.9738	2.0820	2.1950	2.3131
7	1.0721	1.1487	1.2299	1.3159	1.4071	1.5036	1.6058	1.7138	1.8280	1.9487	2.0762	2.2107	2.3526	2.5023	2.6600
8	1.0829	1.1717	1.2668	1.3686	1.4775	1.5938	1.7182	1.8509	1.9926	2.1436	2.3045	2.4760	2.6584	2.8526	3.0590
9	1.0937	1.1951	1.3048	1.4233	1.5513	1.6895	1.8385	1.9990	2.1719	2.3579	2.5580	2.7731	3.0040	3.2519	3.5179
10	1.1046	1.2190	1.3439	1.4802	1.6289	1.7908	1.9672	2.1589	2.3674	2.5937	2.8394	3.1058	3.3946	3.7072	4.0456
11	1.1157	1.2434	1.3842	1.5395	1.7103	1.8983	2.1049	2.3316	2.5804	2.8531	3.1518	3.4785	3.8359	4.2262	4.6524
12	1.1268	1.2682	1.4258	1.6010	1.7959	2.0122	2.2522	2.5182	2.8127	3.1384	3.4985	3.8960	4.3345	4.8179	5.3503
13	1.1381	1.2936	1.4685	1.6651	1.8856	2.1329	2.4098	2.7196	3.0658	3.4523	3.8833	4.3635	4.8980	5.4924	6.1528
14	1.1495	1.3195	1.5126	1.7317	1.9799	2.2609	2.5785	2.9372	3.3417	3.7975	4.3104	4.8871	5.5348	6.2613	7.0757
15	1.1610	1.3459	1.5580	1.8009	2.0789	2.3966	2.7590	3.1722	3.6425	4.1772	4.7846	5.4736	6.2543	7.1379	8.1371
16	1.1726	1.3728	1.6047	1.8730	2.1829	2.5404	2.9522	3.4259	3.9703	4.5950	5.3109	6.1304	7.0673	8.1372	9.3576
17	1.1843	1.4002	1.6528	1.9479	2.2920	2.6928	3.1588	3.7000	4.3276	5.0545	5.8951	6.8660	7.9861	9.2765	10.7613
18	1.1961	1.4282	1.7024	2.0258	2.4066	2.8543	3.3799	3.9960	4.7171	5.5599	6.5436	7.6900	9.0243	10.5752	12.3755
19	1.2081	1.4568	1.7535	2.1068	2.5270	3.0256	3.6165	4.3157	5.1417	6.1159	7.2633	8.6128	10.1974	12.0557	14.2318
20	1.2202	1.4859	1.8061	2.1911	2.6533	3.2071	3.8697	4.6610	5.6044	6.7275	8.0623	9.6463	11.5231	13.7435	16.3665
21	1.2324	1.5157	1.8603	2.2788	2.7860	3.3996	4.1406	5.0338	6.1088	7.4002	8.9492	10.8038	13.0211	15.6676	18.8215
22	1.2447	1.5460	1.9161	2.3699	2.9253	3.6035	4.4304	5.4365	6.6586	8.1403	9.9336	12.1003	14.7138	17.8610	21.6447
23	1.2572	1.5769	1.9736	2.4647	3.0715	3.8197	4.7405	5.8715	7.2579	8.9543	11.0263	13.5523	16.6266	20.3616	24.8915
24	1.2697	1.6084	2.0328	2.5633	3.2251	4.0489	5.0724	6.3412	7.9111	9.8497	12.2392	15.1786	18.7881	23.2122	28.6252
25	1.2824	1.6406	2.0938	2.6658	3.3864	4.2919	5.4274	6.8485	8.6231	10.8347	13.5855	17.0001	21.2305	26.4619	32.9190
26	1.2953	1.6734	2.1566	2.7725	3.5557	4.5494	5.8074	7.3964	9.3992	11.9182	15.0799	19.0401	23.9905	30.1666	37.8568
27	1.3082	1.7069	2.2213	2.8834	3.7335	4.8223	6.2139	7.9881	10.2451	13.1100	16.7386	21.3249	27.1093	34.3899	43.5353
28	1.3213	1.7410	2.2879	2.9987	3.9201	5.1117	6.6488	8.6271	11.1671	14.4210	18.5799	23.8839	30.6335	39.2045	50.0656
29	1.3345	1.7758	2.3566	3.1187	4.1161	5.4184	7.1143	9.3173	12.1722	15.8631	20.6237	26.7499	34.6158	44.6931	57.5755
30	1.3478	1.8114	2.4273	3.2434	4.3219	5.7435	7.6123	10.0627	13.2677	17.4494	22.8923	29.9599	39.1159	50.9502	66.2118

n \ i	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	1.1600	1.1700	1.1800	1.1900	1.2000	1.2100	1.2200	1.2300	1.2400	1.2500	1.2600	1.2700	1.2800	1.2900	1.3000
2	1.3456	1.3689	1.3924	1.4161	1.4400	1.4641	1.4884	1.5129	1.5376	1.5625	1.5876	1.6129	1.6384	1.6641	1.6900
3	1.5609	1.6016	1.6430	1.6852	1.7280	1.7716	1.8158	1.8609	1.9066	1.9531	2.0004	2.0484	2.0972	2.1467	2.1970
4	1.8106	1.8739	1.9388	2.0053	2.0736	2.1436	2.2153	2.2889	2.3642	2.4414	2.5205	2.6014	2.6844	2.7692	2.8561
5	2.1003	2.1924	2.2878	2.3864	2.4883	2.5937	2.7027	2.8153	2.9316	3.0518	3.1758	3.3038	3.4360	3.5723	3.7129
6	2.4364	2.5652	2.6996	2.8398	2.9860	3.1384	3.2973	3.4628	3.6352	3.8147	4.0015	4.1959	4.3980	4.6083	4.8268
7	2.8262	3.0012	3.1855	3.3793	3.5832	3.7975	4.0227	4.2593	4.5077	4.7684	5.0419	5.3288	5.6295	5.9447	6.2749
8	3.2784	3.5115	3.7589	4.0214	4.2998	4.5950	4.9077	5.2389	5.5895	5.9605	6.3528	6.7675	7.2058	7.6686	8.1573
9	3.8030	4.1084	4.4355	4.7854	5.1598	5.5599	5.9874	6.4439	6.9310	7.4506	8.0045	8.5948	9.2234	9.8925	10.6045
10	4.4114	4.8068	5.2338	5.6947	6.1917	6.7275	7.3046	7.9259	8.5944	9.3132	10.0857	10.9153	11.8059	12.7614	13.7858
11	5.1173	5.6240	6.1759	6.7767	7.4301	8.1403	8.9117	9.7489	10.6571	11.6415	12.7080	13.8625	15.1116	16.4622	17.9216
12	5.9360	6.5801	7.2876	8.0642	8.9161	9.8497	10.8722	11.9912	13.2148	14.5519	16.0120	17.6053	19.3428	21.2362	23.2981
13	6.8858	7.6987	8.5994	9.5964	10.6993	11.9182	13.2641	14.7491	16.3863	18.1899	20.1752	22.3588	24.7588	27.3947	30.2875
14	7.9875	9.0075	10.1472	11.4198	12.8392	14.4210	16.1822	18.1414	20.3191	22.7374	25.4207	28.3957	31.6913	35.3391	39.3738
15	9.2655	10.5387	11.9737	13.5895	15.4070	17.4494	19.7423	22.3140	25.1956	28.4217	32.0301	36.0625	40.5648	45.5875	51.1859
16	10.7480	12.3303	14.1290	16.1715	18.4884	21.1138	24.0856	27.4462	31.2426	35.5271	40.3579	45.7994	51.9230	58.8079	66.5417
17	12.4677	14.4265	16.6722	19.2441	22.1861	25.5477	29.3844	33.7588	38.7408	44.4089	50.8510	58.1652	66.4614	75.8621	86.5042
18	14.4625	16.8790	19.6733	22.9005	26.6233	30.9127	35.8490	41.5233	48.0386	55.5112	64.0722	73.8698	85.0706	97.8622	112.4554
19	16.7765	19.7484	23.2144	27.2516	31.9480	37.4043	43.7358	51.0737	59.5679	69.3889	80.7310	93.8147	108.8904	126.2422	146.1920
20	19.4608	23.1056	27.3930	32.4294	38.3376	45.2593	53.3576	62.8206	73.8641	86.7362	101.7211	119.1446	139.3797	162.8524	190.0496
21	22.5745	27.0336	32.3238	38.5910	46.0051	54.7637	65.0963	77.2694	91.5915	108.4202	128.1685	151.3137	178.4060	210.0796	247.0645
22	26.1864	31.6293	38.1421	45.9233	55.2061	66.2641	79.4175	95.0413	113.5735	135.5253	161.4924	192.1683	228.3596	271.0027	321.1839
23	30.3762	37.0062	45.0076	54.6487	66.2474	80.1795	96.8894	116.9008	140.8312	169.4066	203.4804	244.0538	292.3003	349.5935	417.5391
24	35.2364	43.2973	53.1090	65.0320	79.4968	97.0172	118.2050	143.7880	174.6306	211.7582	256.3853	309.9483	374.1444	450.9756	542.8008
25	40.8742	50.6578	62.6686	77.3881	95.3962	117.3909	144.2101	176.8593	216.5420	264.6978	323.0454	393.6344	478.9049	581.7585	705.6410
26	47.4141	59.2697	73.9490	92.0918	114.4755	142.0429	175.9364	217.5369	268.5121	330.8722	407.0373	499.9157	612.9982	750.4685	917.3333
27	55.0004	69.3455	87.2598	109.5893	137.3706	171.8719	214.6424	267.5704	332.9550	413.5903	512.8670	634.8929	784.6377	968.1044	1192.5333
28	63.8004	81.1342	102.9666	130.4112	164.8447	207.9651	261.8637	329.1115	412.8642	516.9879	646.2124	806.3140	1004.3363	1248.8546	1550.2933
29	74.0085	94.9271	121.5005	155.1893	197.8136	251.6377	319.4737	404.8072	511.9516	646.2349	814.2276	1024.0187	1285.5504	1611.0225	2015.3813
30	85.8499	111.0647	143.3706	184.6753	237.3763	304.4816	389.7579	497.9129	634.8199	807.7936	1025.9267	1300.5038	1645.5046	2078.2190	2619.9956

Bảng 2. Thừa số giá trị hiện tại của 1 khoản tiền (PVF) (1 đơn vị tiền tệ, i%, n kỳ) $PVF = \frac{1}{(1+i)^n}$

n \ i	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1	0.9901	0.9804	0.9709	0.9615	0.9524	0.9434	0.9346	0.9259	0.9174	0.9091	0.9009	0.8929	0.8850	0.8772	0.8696
2	0.9803	0.9612	0.9426	0.9246	0.9070	0.8900	0.8734	0.8573	0.8417	0.8264	0.8116	0.7972	0.7831	0.7695	0.7561
3	0.9706	0.9423	0.9151	0.8890	0.8638	0.8396	0.8163	0.7938	0.7722	0.7513	0.7312	0.7118	0.6931	0.6750	0.6575
4	0.9610	0.9238	0.8885	0.8548	0.8227	0.7921	0.7629	0.7350	0.7084	0.6830	0.6587	0.6355	0.6133	0.5921	0.5718
5	0.9515	0.9057	0.8626	0.8219	0.7835	0.7473	0.7130	0.6806	0.6499	0.6209	0.5935	0.5674	0.5428	0.5194	0.4972
6	0.9420	0.8880	0.8375	0.7903	0.7462	0.7050	0.6663	0.6302	0.5963	0.5645	0.5346	0.5066	0.4803	0.4556	0.4323
7	0.9327	0.8706	0.8131	0.7599	0.7107	0.6651	0.6227	0.5835	0.5470	0.5132	0.4817	0.4523	0.4251	0.3996	0.3759
8	0.9235	0.8535	0.7894	0.7307	0.6768	0.6274	0.5820	0.5403	0.5019	0.4665	0.4339	0.4039	0.3762	0.3506	0.3269
9	0.9143	0.8368	0.7664	0.7026	0.6446	0.5919	0.5439	0.5002	0.4604	0.4241	0.3909	0.3606	0.3329	0.3075	0.2843
10	0.9053	0.8203	0.7441	0.6756	0.6139	0.5584	0.5083	0.4632	0.4224	0.3855	0.3522	0.3220	0.2946	0.2697	0.2472
11	0.8963	0.8043	0.7224	0.6496	0.5847	0.5268	0.4751	0.4289	0.3875	0.3505	0.3173	0.2875	0.2607	0.2366	0.2149
12	0.8874	0.7885	0.7014	0.6246	0.5568	0.4970	0.4440	0.3971	0.3555	0.3186	0.2858	0.2567	0.2307	0.2076	0.1869
13	0.8787	0.7730	0.6810	0.6006	0.5303	0.4688	0.4150	0.3677	0.3262	0.2897	0.2575	0.2292	0.2042	0.1821	0.1625
14	0.8700	0.7579	0.6611	0.5775	0.5051	0.4423	0.3878	0.3405	0.2992	0.2633	0.2320	0.2046	0.1807	0.1597	0.1413
15	0.8613	0.7430	0.6419	0.5553	0.4810	0.4173	0.3624	0.3152	0.2745	0.2394	0.2090	0.1827	0.1599	0.1401	0.1229
16	0.8528	0.7284	0.6232	0.5339	0.4581	0.3936	0.3387	0.2919	0.2519	0.2176	0.1883	0.1631	0.1415	0.1229	0.1069
17	0.8444	0.7142	0.6050	0.5134	0.4363	0.3714	0.3166	0.2703	0.2311	0.1978	0.1696	0.1456	0.1252	0.1078	0.0929
18	0.8360	0.7002	0.5874	0.4936	0.4155	0.3503	0.2959	0.2502	0.2120	0.1799	0.1528	0.1300	0.1108	0.0946	0.0808
19	0.8277	0.6864	0.5703	0.4746	0.3957	0.3305	0.2765	0.2317	0.1945	0.1635	0.1377	0.1161	0.0981	0.0829	0.0703
20	0.8195	0.6730	0.5537	0.4564	0.3769	0.3118	0.2584	0.2145	0.1784	0.1486	0.1240	0.1037	0.0868	0.0728	0.0611
21	0.8114	0.6598	0.5375	0.4388	0.3589	0.2942	0.2415	0.1987	0.1637	0.1351	0.1117	0.0926	0.0768	0.0638	0.0531
22	0.8034	0.6468	0.5219	0.4220	0.3418	0.2775	0.2257	0.1839	0.1502	0.1228	0.1007	0.0826	0.0680	0.0560	0.0462
23	0.7954	0.6342	0.5067	0.4057	0.3256	0.2618	0.2109	0.1703	0.1378	0.1117	0.0907	0.0738	0.0601	0.0491	0.0402
24	0.7876	0.6217	0.4919	0.3901	0.3101	0.2470	0.1971	0.1577	0.1264	0.1015	0.0817	0.0659	0.0532	0.0431	0.0349
25	0.7798	0.6095	0.4776	0.3751	0.2953	0.2330	0.1842	0.1460	0.1160	0.0923	0.0736	0.0588	0.0471	0.0378	0.0304
26	0.7720	0.5976	0.4637	0.3607	0.2812	0.2198	0.1722	0.1352	0.1064	0.0839	0.0663	0.0525	0.0417	0.0331	0.0264
27	0.7644	0.5859	0.4502	0.3468	0.2678	0.2074	0.1609	0.1252	0.0976	0.0763	0.0597	0.0469	0.0369	0.0291	0.0230
28	0.7568	0.5744	0.4371	0.3335	0.2551	0.1956	0.1504	0.1159	0.0895	0.0693	0.0538	0.0419	0.0326	0.0255	0.0200
29	0.7493	0.5631	0.4243	0.3207	0.2429	0.1846	0.1406	0.1073	0.0822	0.0630	0.0485	0.0374	0.0289	0.0224	0.0174
30	0.7419	0.5521	0.4120	0.3083	0.2314	0.1741	0.1314	0.0994	0.0754	0.0573	0.0437	0.0334	0.0256	0.0196	0.0151

n \ i	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	0.8621	0.8547	0.8475	0.8403	0.8333	0.8264	0.8197	0.8130	0.8065	0.8000	0.7937	0.7874	0.7813	0.7752	0.7692
2	0.7432	0.7305	0.7182	0.7062	0.6944	0.6830	0.6719	0.6610	0.6504	0.6400	0.6299	0.6200	0.6104	0.6009	0.5917
3	0.6407	0.6244	0.6086	0.5934	0.5787	0.5645	0.5507	0.5374	0.5245	0.5120	0.4999	0.4882	0.4768	0.4658	0.4552
4	0.5523	0.5337	0.5158	0.4987	0.4823	0.4665	0.4514	0.4369	0.4230	0.4096	0.3968	0.3844	0.3725	0.3611	0.3501
5	0.4761	0.4561	0.4371	0.4190	0.4019	0.3855	0.3700	0.3552	0.3411	0.3277	0.3149	0.3027	0.2910	0.2799	0.2693
6	0.4104	0.3898	0.3704	0.3521	0.3349	0.3186	0.3033	0.2888	0.2751	0.2621	0.2499	0.2383	0.2274	0.2170	0.2072
7	0.3538	0.3332	0.3139	0.2959	0.2791	0.2633	0.2486	0.2348	0.2218	0.2097	0.1983	0.1877	0.1776	0.1682	0.1594
8	0.3050	0.2848	0.2660	0.2487	0.2326	0.2176	0.2038	0.1909	0.1789	0.1678	0.1574	0.1478	0.1388	0.1304	0.1226
9	0.2630	0.2434	0.2255	0.2090	0.1938	0.1799	0.1670	0.1552	0.1443	0.1342	0.1249	0.1164	0.1084	0.1011	0.0943
10	0.2267	0.2080	0.1911	0.1756	0.1615	0.1486	0.1369	0.1262	0.1164	0.1074	0.0992	0.0916	0.0847	0.0784	0.0725
11	0.1954	0.1778	0.1619	0.1476	0.1346	0.1228	0.1122	0.1026	0.0938	0.0859	0.0787	0.0721	0.0662	0.0607	0.0558
12	0.1685	0.1520	0.1372	0.1240	0.1122	0.1015	0.0920	0.0834	0.0757	0.0687	0.0625	0.0568	0.0517	0.0471	0.0429
13	0.1452	0.1299	0.1163	0.1042	0.0935	0.0839	0.0754	0.0678	0.0610	0.0550	0.0496	0.0447	0.0404	0.0365	0.0330
14	0.1252	0.1110	0.0985	0.0876	0.0779	0.0693	0.0618	0.0551	0.0492	0.0440	0.0393	0.0352	0.0316	0.0283	0.0254
15	0.1079	0.0949	0.0835	0.0736	0.0649	0.0573	0.0507	0.0448	0.0397	0.0352	0.0312	0.0277	0.0247	0.0219	0.0195
16	0.0930	0.0811	0.0708	0.0618	0.0541	0.0474	0.0415	0.0364	0.0320	0.0281	0.0248	0.0218	0.0193	0.0170	0.0150
17	0.0802	0.0693	0.0600	0.0520	0.0451	0.0391	0.0340	0.0296	0.0258	0.0225	0.0197	0.0172	0.0150	0.0132	0.0116
18	0.0691	0.0592	0.0508	0.0437	0.0376	0.0323	0.0279	0.0241	0.0208	0.0180	0.0156	0.0135	0.0118	0.0102	0.0089
19	0.0596	0.0506	0.0431	0.0367	0.0313	0.0267	0.0229	0.0196	0.0168	0.0144	0.0124	0.0107	0.0092	0.0079	0.0068
20	0.0514	0.0433	0.0365	0.0308	0.0261	0.0221	0.0187	0.0159	0.0135	0.0115	0.0098	0.0084	0.0072	0.0061	0.0053
21	0.0443	0.0370	0.0309	0.0259	0.0217	0.0183	0.0154	0.0129	0.0109	0.0092	0.0078	0.0066	0.0056	0.0048	0.0040
22	0.0382	0.0316	0.0262	0.0218	0.0181	0.0151	0.0126	0.0105	0.0088	0.0074	0.0062	0.0052	0.0044	0.0037	0.0031
23	0.0329	0.0270	0.0222	0.0183	0.0151	0.0125	0.0103	0.0086	0.0071	0.0059	0.0049	0.0041	0.0034	0.0029	0.0024
24	0.0284	0.0231	0.0188	0.0154	0.0126	0.0103	0.0085	0.0070	0.0057	0.0047	0.0039	0.0032	0.0027	0.0022	0.0018
25	0.0245	0.0197	0.0160	0.0129	0.0105	0.0085	0.0069	0.0057	0.0046	0.0038	0.0031	0.0025	0.0021	0.0017	0.0014
26	0.0211	0.0169	0.0135	0.0109	0.0087	0.0070	0.0057	0.0046	0.0037	0.0030	0.0025	0.0020	0.0016	0.0013	0.0011
27	0.0182	0.0144	0.0115	0.0091	0.0073	0.0058	0.0047	0.0037	0.0030	0.0024	0.0019	0.0016	0.0013	0.0010	0.0008
28	0.0157	0.0123	0.0097	0.0077	0.0061	0.0048	0.0038	0.0030	0.0024	0.0019	0.0015	0.0012	0.0010	0.0008	0.0006
29	0.0135	0.0105	0.0082	0.0064	0.0051	0.0040	0.0031	0.0025	0.0020	0.0015	0.0012	0.0010	0.0008	0.0006	0.0005
30	0.0116	0.0090	0.0070	0.0054	0.0042	0.0033	0.0026	0.0020	0.0016	0.0012	0.0010	0.0008	0.0006	0.0005	0.0004

Bảng 3. Thừa số giá trị tương lai của 1 dòng tiền đều (FVFA) (1 đơn vị tiền tệ, i%, n kỳ) $FVFA = \left[\frac{(1+i)^n - 1}{i} \right]$

n \ i	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
2	2.0100	2.0200	2.0300	2.0400	2.0500	2.0600	2.0700	2.0800	2.0900	2.1000	2.1100	2.1200	2.1300	2.1400	2.1500
3	3.0301	3.0604	3.0909	3.1216	3.1525	3.1836	3.2149	3.2464	3.2781	3.3100	3.3421	3.3744	3.4069	3.4396	3.4725
4	4.0604	4.1216	4.1836	4.2465	4.3101	4.3746	4.4399	4.5061	4.5731	4.6410	4.7097	4.7793	4.8498	4.9211	4.9934
5	5.1010	5.2040	5.3091	5.4163	5.5256	5.6371	5.7507	5.8666	5.9847	6.1051	6.2278	6.3528	6.4803	6.6101	6.7424
6	6.1520	6.3081	6.4684	6.6330	6.8019	6.9753	7.1533	7.3359	7.5233	7.7156	7.9129	8.1152	8.3227	8.5355	8.7537
7	7.2135	7.4343	7.6625	7.8983	8.1420	8.3938	8.6540	8.9228	9.2004	9.4872	9.7833	10.0890	10.4047	10.7305	11.0668
8	8.2857	8.5830	8.8923	9.2142	9.5491	9.8975	10.2598	10.6366	11.0285	11.4359	11.8594	12.2997	12.7573	13.2328	13.7268
9	9.3685	9.7546	10.1591	10.5828	11.0266	11.4913	11.9780	12.4876	13.0210	13.5795	14.1640	14.7757	15.4157	16.0853	16.7858
10	10.4622	10.9497	11.4639	12.0061	12.5779	13.1808	13.8164	14.4866	15.1929	15.9374	16.7220	17.5487	18.4197	19.3373	20.3037
11	11.5668	12.1687	12.8078	13.4864	14.2068	14.9716	15.7836	16.6455	17.5603	18.5312	19.5614	20.6546	21.8143	23.0445	24.3493
12	12.6825	13.4121	14.1920	15.0258	15.9171	16.8699	17.8885	18.9771	20.1407	21.3843	22.7132	24.1331	25.6502	27.2707	29.0017
13	13.8093	14.6803	15.6178	16.6268	17.7130	18.8821	20.1406	21.4953	22.9534	24.5227	26.2116	28.0291	29.9847	32.0887	34.3519
14	14.9474	15.9739	17.0863	18.2919	19.5986	21.0151	22.5505	24.2149	26.0192	27.9750	30.0949	32.3926	34.8827	37.5811	40.5047
15	16.0969	17.2934	18.5989	20.0236	21.5786	23.2760	25.1290	27.1521	29.3609	31.7725	34.4054	37.2797	40.4175	43.8424	47.5804
16	17.2579	18.6393	20.1569	21.8245	23.6575	25.6725	27.8881	30.3243	33.0034	35.9497	39.1899	42.7533	46.6717	50.9804	55.7175
17	18.4304	20.0121	21.7616	23.6975	25.8404	28.2129	30.8402	33.7502	36.9737	40.5447	44.5008	48.8837	53.7391	59.1176	65.0751
18	19.6147	21.4123	23.4144	25.6454	28.1324	30.9057	33.9990	37.4502	41.3013	45.5992	50.3959	55.7497	61.7251	68.3941	75.8364
19	20.8109	22.8406	25.1169	27.6712	30.5390	33.7600	37.3790	41.4463	46.0185	51.1591	56.9395	63.4397	70.7494	78.9692	88.2118
20	22.0190	24.2974	26.8704	29.7781	33.0660	36.7856	40.9955	45.7620	51.1601	57.2750	64.2028	72.0524	80.9468	91.0249	102.4436
21	23.2392	25.7833	28.6765	31.9692	35.7193	39.9927	44.8652	50.4229	56.7645	64.0025	72.2651	81.6987	92.4699	104.7684	118.8101
22	24.4716	27.2990	30.5368	34.2480	38.5052	43.3923	49.0057	55.4568	62.8733	71.4027	81.2143	92.5026	105.4910	120.4360	137.6316
23	25.7163	28.8450	32.4529	36.6179	41.4305	46.9958	53.4361	60.8933	69.5319	79.5430	91.1479	104.6029	120.2048	138.2970	159.2764
24	26.9735	30.4219	34.4265	39.0826	44.5020	50.8156	58.1767	66.7648	76.7898	88.4973	102.1742	118.1552	136.8315	158.6586	184.1678
25	28.2432	32.0303	36.4593	41.6459	47.7271	54.8645	63.2490	73.1059	84.7009	98.3471	114.4133	133.3339	155.6196	181.8708	212.7930
26	29.5256	33.6709	38.5530	44.3117	51.1135	59.1564	68.6765	79.9544	93.3240	109.1818	127.9988	150.3339	176.8501	208.3327	245.7120
27	30.8209	35.3443	40.7096	47.0842	54.6691	63.7058	74.4838	87.3508	102.7231	121.0999	143.0786	169.3740	200.8406	238.4993	283.5688
28	32.1291	37.0512	42.9309	49.9676	58.4026	68.5281	80.6977	95.3388	112.9682	134.2099	159.8173	190.6989	227.9499	272.8892	327.1041
29	33.4504	38.7922	45.2189	52.9663	62.3227	73.6398	87.3465	103.9659	124.1354	148.6309	178.3972	214.5828	258.5834	312.0937	377.1697
30	34.7849	40.5681	47.5754	56.0849	66.4388	79.0582	94.4608	113.2832	136.3075	164.4940	199.0209	241.3327	293.1992	356.7868	434.7451

n \ i	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
2	2.1600	2.1700	2.1800	2.1900	2.2000	2.2100	2.2200	2.2300	2.2400	2.2500	2.2600	2.2700	2.2800	2.2900	2.3000
3	3.5056	3.5389	3.5724	3.6061	3.6400	3.6741	3.7084	3.7429	3.7776	3.8125	3.8476	3.8829	3.9184	3.9541	3.9900
4	5.0665	5.1405	5.2154	5.2913	5.3680	5.4457	5.5242	5.6038	5.6842	5.7656	5.8480	5.9313	6.0156	6.1008	6.1870
5	6.8771	7.0144	7.1542	7.2966	7.4416	7.5892	7.7396	7.8926	8.0484	8.2070	8.3684	8.5327	8.6999	8.8700	9.0431
6	8.9775	9.2068	9.4420	9.6830	9.9299	10.1830	10.4423	10.7079	10.9801	11.2588	11.5442	11.8366	12.1359	12.4423	12.7560
7	11.4139	11.7720	12.1415	12.5227	12.9159	13.3214	13.7396	14.1708	14.6153	15.0735	15.5458	16.0324	16.5339	17.0506	17.5828
8	14.2401	14.7733	15.3270	15.9020	16.4991	17.1189	17.7623	18.4300	19.1229	19.8419	20.5876	21.3612	22.1634	22.9953	23.8577
9	17.5185	18.2847	19.0859	19.9234	20.7989	21.7139	22.6700	23.6690	24.7125	25.8023	26.9404	28.1287	29.3692	30.6639	32.0150
10	21.3215	22.3931	23.5213	24.7089	25.9587	27.2738	28.6574	30.1128	31.6434	33.2529	34.9449	36.7235	38.5926	40.5564	42.6195
11	25.7329	27.1999	28.7551	30.4035	32.1504	34.0013	35.9620	38.0388	40.2379	42.5661	45.0306	47.6388	50.3985	53.3178	56.4053
12	30.8502	32.8239	34.9311	37.1802	39.5805	42.1416	44.8737	47.7877	50.8950	54.2077	57.7386	61.5013	65.5100	69.7800	74.3270
13	36.7862	39.4040	42.2187	45.2445	48.4966	51.9913	55.7459	59.7788	64.1097	68.7596	73.7506	79.1066	84.8529	91.0161	97.6250
14	43.6720	47.1027	50.8180	54.8409	59.1959	63.9095	69.0100	74.5280	80.4961	86.9495	93.9258	101.4654	109.6117	118.4108	127.9125
15	51.6595	56.1101	60.9653	66.2607	72.0351	78.3305	85.1922	92.6694	100.8151	109.6868	119.3465	129.8611	141.3029	153.7500	167.2863
16	60.9250	66.6488	72.9390	79.8502	87.4421	95.7799	104.9345	114.9834	126.0108	138.1085	151.3766	165.9236	181.8677	199.3374	218.4722
17	71.6730	78.9792	87.0680	96.0218	105.9306	116.8937	129.0201	142.4295	157.2534	173.6357	191.7345	211.7230	233.7907	258.1453	285.0139
18	84.1407	93.4056	103.7403	115.2659	128.1167	142.4413	158.4045	176.1883	195.9942	218.0446	242.5855	269.8882	300.2521	334.0074	371.5180
19	98.6032	110.2846	123.4135	138.1664	154.7400	173.3540	194.2535	217.7116	244.0328	273.5558	306.6577	343.7580	385.3227	431.8696	483.9734
20	115.3797	130.0329	146.6280	165.4180	186.6880	210.7584	237.9893	268.7853	303.6006	342.9447	387.3887	437.5726	494.2131	558.1118	630.1655
21	134.8405	153.1385	174.0210	197.8474	225.0256	256.0176	291.3469	331.6059	377.4648	429.6809	489.1098	556.7173	633.5927	720.9642	820.2151
22	157.4150	180.1721	206.3448	236.4385	271.0307	310.7813	356.4432	408.8753	469.0563	538.1011	617.2783	708.0309	811.9987	931.0438	1067.2796
23	183.6014	211.8013	244.4868	282.3618	326.2369	377.0454	435.8607	503.9166	582.6298	673.6264	778.7707	900.1993	1040.3583	1202.0465	1388.4635
24	213.9776	248.8076	289.4945	337.0105	392.4842	457.2249	532.7501	620.8174	723.4610	843.0329	982.2511	1144.2531	1332.6586	1551.6400	1806.0026
25	249.2140	292.1049	342.6035	402.0425	471.9811	554.2422	650.9551	764.6054	898.0916	1054.7912	1238.6363	1454.2014	1706.8031	2002.6156	2348.8033
26	290.0883	342.7627	405.2721	479.4306	567.3773	671.6330	795.1653	941.4647	1114.6336	1319.4890	1561.6818	1847.8358	2185.7079	2584.3741	3054.4443
27	337.5024	402.0323	479.2211	571.5224	681.8528	813.6759	971.1016	1159.0016	1383.1457	1650.3612	1968.7191	2347.7515	2798.7061	3334.8426	3971.7776
28	392.5028	471.3778	566.4809	681.1116	819.2233	985.5479	1185.7440	1426.5719	1716.1007	2063.9515	2481.5860	2982.6443	3583.3438	4302.9470	5164.3109
29	456.3032	552.5121	669.4475	811.5228	984.0680	1193.5129	1447.6077	1755.6835	2128.9648	2580.9394	3127.7984	3788.9583	4587.6801	5551.8016	6714.6042
30	530.3117	647.4391	790.9480	966.7122	1181.8816	1445.1507	1767.0813	2160.4907	2640.9164	3227.1743	3942.0260	4812.9771	5873.2306	7162.8241	8729.9855

Bảng 4. Thừa số giá trị hiện tại của dòng tiền đều (PVFA) (1 đơn vị tiền tệ, i%, n kỳ) $PVFA = \left[\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right]$

n \ i	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1	0.9901	0.9804	0.9709	0.9615	0.9524	0.9434	0.9346	0.9259	0.9174	0.9091	0.9009	0.8929	0.8850	0.8772	0.8696
2	1.9704	1.9416	1.9135	1.8861	1.8594	1.8334	1.8080	1.7833	1.7591	1.7355	1.7125	1.6901	1.6681	1.6467	1.6257
3	2.9410	2.8839	2.8286	2.7751	2.7232	2.6730	2.6243	2.5771	2.5313	2.4869	2.4437	2.4018	2.3612	2.3216	2.2832
4	3.9020	3.8077	3.7171	3.6299	3.5460	3.4651	3.3872	3.3121	3.2397	3.1699	3.1024	3.0373	2.9745	2.9137	2.8550
5	4.8534	4.7135	4.5797	4.4518	4.3295	4.2124	4.1002	3.9927	3.8897	3.7908	3.6959	3.6048	3.5172	3.4331	3.3522
6	5.7955	5.6014	5.4172	5.2421	5.0757	4.9173	4.7665	4.6229	4.4859	4.3553	4.2305	4.1114	3.9975	3.8887	3.7845
7	6.7282	6.4720	6.2303	6.0021	5.7864	5.5824	5.3893	5.2064	5.0330	4.8684	4.7122	4.5638	4.4226	4.2883	4.1604
8	7.6517	7.3255	7.0197	6.7327	6.4632	6.2098	5.9713	5.7466	5.5348	5.3349	5.1461	4.9676	4.7988	4.6389	4.4873
9	8.5660	8.1622	7.7861	7.4353	7.1078	6.8017	6.5152	6.2469	5.9952	5.7590	5.5370	5.3282	5.1317	4.9464	4.7716
10	9.4713	8.9826	8.5302	8.1109	7.7217	7.3601	7.0236	6.7101	6.4177	6.1446	5.8892	5.6502	5.4262	5.2161	5.0188
11	10.3676	9.7868	9.2526	8.7605	8.3064	7.8869	7.4987	7.1390	6.8052	6.4951	6.2065	5.9377	5.6869	5.4527	5.2337
12	11.2551	10.5753	9.9540	9.3851	8.8633	8.3838	7.9427	7.5361	7.1607	6.8137	6.4924	6.1944	5.9176	5.6603	5.4206
13	12.1337	11.3484	10.6350	9.9856	9.3936	8.8527	8.3577	7.9038	7.4869	7.1034	6.7499	6.4235	6.1218	5.8424	5.5831
14	13.0037	12.1062	11.2961	10.5631	9.8986	9.2950	8.7455	8.2442	7.7862	7.3667	6.9819	6.6282	6.3025	6.0021	5.7245
15	13.8651	12.8493	11.9379	11.1184	10.3797	9.7122	9.1079	8.5595	8.0607	7.6061	7.1909	6.8109	6.4624	6.1422	5.8474
16	14.7179	13.5777	12.5611	11.6523	10.8378	10.1059	9.4466	8.8514	8.3126	7.8237	7.3792	6.9740	6.6039	6.2651	5.9542
17	15.5623	14.2919	13.1661	12.1657	11.2741	10.4773	9.7632	9.1216	8.5436	8.0216	7.5488	7.1196	6.7291	6.3729	6.0472
18	16.3983	14.9920	13.7535	12.6593	11.6896	10.8276	10.0591	9.3719	8.7556	8.2014	7.7016	7.2497	6.8399	6.4674	6.1280
19	17.2260	15.6785	14.3238	13.1339	12.0853	11.1581	10.3356	9.6036	8.9501	8.3649	7.8393	7.3658	6.9380	6.5504	6.1982
20	18.0456	16.3514	14.8775	13.5903	12.4622	11.4699	10.5940	9.8181	9.1285	8.5136	7.9633	7.4694	7.0248	6.6231	6.2593
21	18.8570	17.0112	15.4150	14.0292	12.8212	11.7641	10.8355	10.0168	9.2922	8.6487	8.0751	7.5620	7.1016	6.6870	6.3125
22	19.6604	17.6580	15.9369	14.4511	13.1630	12.0416	11.0612	10.2007	9.4424	8.7715	8.1757	7.6446	7.1695	6.7429	6.3587
23	20.4558	18.2922	16.4436	14.8568	13.4886	12.3034	11.2722	10.3711	9.5802	8.8832	8.2664	7.7184	7.2297	6.7921	6.3988
24	21.2434	18.9139	16.9355	15.2470	13.7986	12.5504	11.4693	10.5288	9.7066	8.9847	8.3481	7.7843	7.2829	6.8351	6.4338
25	22.0232	19.5235	17.4131	15.6221	14.0939	12.7834	11.6536	10.6748	9.8226	9.0770	8.4217	7.8431	7.3300	6.8729	6.4641
26	22.7952	20.1210	17.8768	15.9828	14.3752	13.0032	11.8258	10.8100	9.9290	9.1609	8.4881	7.8957	7.3717	6.9061	6.4906
27	23.5596	20.7069	18.3270	16.3296	14.6430	13.2105	11.9867	10.9352	10.0266	9.2372	8.5478	7.9426	7.4086	6.9352	6.5135
28	24.3164	21.2813	18.7641	16.6631	14.8981	13.4062	12.1371	11.0511	10.1161	9.3066	8.6016	7.9844	7.4412	6.9607	6.5335
29	25.0658	21.8444	19.1885	16.9837	15.1411	13.5907	12.2777	11.1584	10.1983	9.3696	8.6501	8.0218	7.4701	6.9830	6.5509
30	25.8077	22.3965	19.6004	17.2920	15.3725	13.7648	12.4090	11.2578	10.2737	9.4269	8.6938	8.0552	7.4957	7.0027	6.5660

n \ i	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	0.8621	0.8547	0.8475	0.8403	0.8333	0.8264	0.8197	0.8130	0.8065	0.8000	0.7937	0.7874	0.7813	0.7752	0.7692
2	1.6052	1.5852	1.5656	1.5465	1.5278	1.5095	1.4915	1.4740	1.4568	1.4400	1.4235	1.4074	1.3916	1.3761	1.3609
3	2.2459	2.2096	2.1743	2.1399	2.1065	2.0739	2.0422	2.0114	1.9813	1.9520	1.9234	1.8956	1.8684	1.8420	1.8161
4	2.7982	2.7432	2.6901	2.6386	2.5887	2.5404	2.4936	2.4483	2.4043	2.3616	2.3202	2.2800	2.2410	2.2031	2.1662
5	3.2743	3.1993	3.1272	3.0576	2.9906	2.9260	2.8636	2.8035	2.7454	2.6893	2.6351	2.5827	2.5320	2.4830	2.4356
6	3.6847	3.5892	3.4976	3.4098	3.3255	3.2446	3.1669	3.0923	3.0205	2.9514	2.8850	2.8210	2.7594	2.7000	2.6427
7	4.0386	3.9224	3.8115	3.7057	3.6046	3.5079	3.4155	3.3270	3.2423	3.1611	3.0833	3.0087	2.9370	2.8682	2.8021
8	4.3436	4.2072	4.0776	3.9544	3.8372	3.7256	3.6193	3.5179	3.4212	3.3289	3.2407	3.1564	3.0758	2.9986	2.9247
9	4.6065	4.4506	4.3030	4.1633	4.0310	3.9054	3.7863	3.6731	3.5655	3.4631	3.3657	3.2728	3.1842	3.0997	3.0190
10	4.8332	4.6586	4.4941	4.3389	4.1925	4.0541	3.9232	3.7993	3.6819	3.5705	3.4648	3.3644	3.2689	3.1781	3.0915
11	5.0286	4.8364	4.6560	4.4865	4.3271	4.1769	4.0354	3.9018	3.7757	3.6564	3.5435	3.4365	3.3351	3.2388	3.1473
12	5.1971	4.9884	4.7932	4.6105	4.4392	4.2784	4.1274	3.9852	3.8514	3.7251	3.6059	3.4933	3.3868	3.2859	3.1903
13	5.3423	5.1183	4.9095	4.7147	4.5327	4.3624	4.2028	4.0530	3.9124	3.7801	3.6555	3.5381	3.4272	3.3224	3.2233
14	5.4675	5.2293	5.0081	4.8023	4.6106	4.4317	4.2646	4.1082	3.9616	3.8241	3.6949	3.5733	3.4587	3.3507	3.2487
15	5.5755	5.3242	5.0916	4.8759	4.6755	4.4890	4.3152	4.1530	4.0013	3.8593	3.7261	3.6010	3.4834	3.3726	3.2682
16	5.6685	5.4053	5.1624	4.9377	4.7296	4.5364	4.3567	4.1894	4.0333	3.8874	3.7509	3.6228	3.5026	3.3896	3.2832
17	5.7487	5.4746	5.2223	4.9897	4.7746	4.5755	4.3908	4.2190	4.0591	3.9099	3.7705	3.6400	3.5177	3.4028	3.2948
18	5.8178	5.5339	5.2732	5.0333	4.8122	4.6079	4.4187	4.2431	4.0799	3.9279	3.7861	3.6536	3.5294	3.4130	3.3037
19	5.8775	5.5845	5.3162	5.0700	4.8435	4.6346	4.4415	4.2627	4.0967	3.9424	3.7985	3.6642	3.5386	3.4210	3.3105
20	5.9288	5.6278	5.3527	5.1009	4.8696	4.6567	4.4603	4.2786	4.1103	3.9539	3.8083	3.6726	3.5458	3.4271	3.3158
21	5.9731	5.6648	5.3837	5.1268	4.8913	4.6750	4.4756	4.2916	4.1212	3.9631	3.8161	3.6792	3.5514	3.4319	3.3198
22	6.0113	5.6964	5.4099	5.1486	4.9094	4.6900	4.4882	4.3021	4.1300	3.9705	3.8223	3.6844	3.5558	3.4356	3.3230
23	6.0442	5.7234	5.4321	5.1668	4.9245	4.7025	4.4985	4.3106	4.1371	3.9764	3.8273	3.6885	3.5592	3.4384	3.3254
24	6.0726	5.7465	5.4509	5.1822	4.9371	4.7128	4.5070	4.3176	4.1428	3.9811	3.8312	3.6918	3.5619	3.4406	3.3272
25	6.0971	5.7662	5.4669	5.1951	4.9476	4.7213	4.5139	4.3232	4.1474	3.9849	3.8342	3.6943	3.5640	3.4423	3.3286
26	6.1182	5.7831	5.4804	5.2060	4.9563	4.7284	4.5196	4.3278	4.1511	3.9879	3.8367	3.6963	3.5656	3.4437	3.3297
27	6.1364	5.7975	5.4919	5.2151	4.9636	4.7342	4.5243	4.3316	4.1542	3.9903	3.8387	3.6979	3.5669	3.4447	3.3305
28	6.1520	5.8099	5.5016	5.2228	4.9697	4.7390	4.5281	4.3346	4.1566	3.9923	3.8402	3.6991	3.5679	3.4455	3.3312
29	6.1656	5.8204	5.5098	5.2292	4.9747	4.7430	4.5312	4.3371	4.1585	3.9938	3.8414	3.7001	3.5687	3.4461	3.3317
30	6.1772	5.8294	5.5168	5.2347	4.9789	4.7463	4.5338	4.3391	4.1601	3.9950	3.8424	3.7009	3.5693	3.4466	3.3321