

Khoa Kinh tế. Đại học Quốc gia Hà Nội, 2006

Luận văn ThS. Quản trị kinh doanh

Hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước trong quá trình cổ phần hoá ở Việt Nam

Phạm Đình Vũ

MỞ ĐẦU

1- Tính cấp thiết của đề tài

Cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước được xem là một trong những giải pháp chủ yếu có tính đột phá về chất, một chủ trương đúng đắn của Đảng và Nhà nước trong tiến trình đổi mới cải cách DNNN, hội nhập và phát triển. Để tiến trình cổ phần hoá DNNN được diễn ra nhanh, mạnh và vững chắc đòi hỏi phải có sự phối kết hợp của nhiều yếu tố trong đó yếu tố xác định giá trị doanh nghiệp giữ vị trí đặc biệt quan trọng.

Thực tiễn ở Việt Nam hiện nay cho thấy tiến trình cổ phần hoá DNNN mặc dù đã gặt hái được những thành tựu bước đầu đáng ghi nhận, song vẫn còn chậm và chưa đáp ứng được yêu cầu đặt ra. Một trong những nguyên nhân dẫn tới tình trạng trên là do công tác xác định giá trị DNNN cổ phần hoá còn gặp nhiều khó khăn cả về xây dựng khung pháp lý lẫn tác nghiệp. Giá trị doanh nghiệp không được xác định đúng sẽ làm ảnh hưởng đến quyền lợi của nhà đầu tư trên thị trường hoặc làm tổn thất tài sản của Nhà nước. Xác định giá trị doanh nghiệp lại càng trở nên phức tạp hơn trong một nước mà thị trường chứng khoán (cơ chế xác định giá trị tài sản) chưa phát triển toàn diện, các doanh nghiệp chưa có thói quen hoạt động theo nguyên tắc công khai thông tin quản lý, tài chính. Vì vậy, việc tìm kiếm một giải pháp khả thi cho vấn đề mang tính thời sự nóng bỏng này luôn là một thách thức đối với các nhà nghiên cứu, quản trị và thực hành.

Trước bối cảnh đó, đề tài: **“Hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp Nhà nước trong quá trình cổ phần hóa ở Việt Nam”** được ra đời với mong muốn có một vài đóng góp nhằm tháo gỡ những vướng mắc trong quá trình xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá ở Việt Nam.

2- Tình hình nghiên cứu.

Đã có một số công trình nghiên cứu liên quan đến vấn đề xác định giá trị doanh nghiệp với những quy mô và mục đích khác nhau. Cụ thể là: “Hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam” - Luận án Tiến sĩ - Nguyễn Minh Hoàng; “Xác định mô hình định giá DNNN trong quá trình cổ phần hoá ở Việt Nam” - Luận án tiến sĩ - Nghiêm Sỹ Thương; “Xác định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam, thực trạng và giải pháp” - Trịnh Hữu Hạnh, Tạ Huy Đăng; “Một số vấn đề

về phương pháp dòng tiền chiết khấu”- Tiến sĩ Nguyễn Thế Khải; “Vấn đề xác định giá trị tài sản của doanh nghiệp trong cổ phần hoá” - Ths. Trần Việt Đức, Ths. Nguyễn Quốc Hoàng; “Xác định giá trị doanh nghiệp kết quả thực tế và những bài học kinh nghiệm” - Trung tâm thẩm định giá Miền Nam; “Hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp trong cổ phần hoá và chuyển đổi DNNN ở Việt Nam”- Ths. Trần Việt Anh, Ths. Đào Nguyên Hương ...Tuy nhiên vấn đề định giá doanh nghiệp là vấn đề luôn mang tính thời sự và chưa bao giờ cũ, việc hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp vẫn là một yêu cầu bức thiết đặt ra cho nước ta trong quá trình chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước hiện nay.

Mặt khác, ở mỗi giác độ khác nhau thì mỗi tác giả sẽ có những cách tiếp cận vấn đề không giống nhau, từ đó sẽ hình thành nên những quan điểm khác nhau về cùng một vấn đề. Vì thế, việc nghiên cứu, khảo sát để dần hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp vẫn cần được tiếp tục.

3- Mục tiêu, nhiệm vụ nghiên cứu

* Với định hướng đã nêu, luận văn theo đuổi các mục tiêu sau đây:

- Thông qua khảo sát thực tiễn về hoạt động xác định giá trị doanh nghiệp, luận văn đề xuất một số giải pháp hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp vừa có tính khả thi, vừa phù hợp với điều kiện thực tiễn ở Việt Nam nhằm góp phần nâng cao chất lượng định giá doanh nghiệp.

- Đưa ra những khuyến nghị với Chính phủ nhằm bổ sung những điểm chưa phù hợp trong hệ thống các văn bản pháp lý về xác định giá trị doanh nghiệp, đồng thời tạo môi trường thuận lợi cho hoạt động xác định giá trị DNNN trong quá trình CPH ở Việt Nam.

- Góp phần hoàn thiện hệ thống kiến thức về quản trị doanh nghiệp nói chung và quản trị tài chính doanh nghiệp nói riêng.

* Nhiệm vụ nghiên cứu của luận văn:

- Hệ thống hoá cơ sở lý luận cũng như thực tiễn có liên quan đến vấn đề xác định giá trị doanh nghiệp.

- Đưa ra bức tranh toàn cảnh về công tác xác định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam thời gian qua từ đó chỉ ra những mặt tích cực cần phát huy cũng như những mặt hạn chế cần khắc phục trong thời gian tới.

- Luận văn sẽ bước đầu tìm hiểu và đề xuất những giải pháp góp phần hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước trong quá trình cổ phần hoá ở Việt Nam

4- Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Trên cơ sở nghiên cứu một cách hệ thống các môn khoa học có liên quan, luận văn tập trung đi sâu nghiên cứu các yếu tố cấu thành và tác động tới giá trị doanh nghiệp, cơ sở lý luận của việc xây

dựng mô hình định giá. Nghiên cứu kinh nghiệm xác định giá trị doanh nghiệp tại một số quốc gia từ đó ứng dụng vào thực tiễn ở Việt Nam.

- Phạm vi nghiên cứu là tập trung nghiên cứu thực trạng hoạt động xác định giá trị doanh nghiệp tại các doanh nghiệp nhà nước khi chuyển đổi hình thức sở hữu thành công ty cổ phần ở Việt Nam thời gian qua – Giai đoạn từ năm 2002 đến nay thông qua quá trình nghiên cứu các văn bản pháp luật (Nghị định 187 của Chính phủ, Thông tư 126 của Bộ Tài chính),

5- Phương pháp nghiên cứu.

Để làm rõ nội dung cơ bản đề tài đã xác định, trong quá trình nghiên cứu và khảo sát thực tế để hoàn thiện đề tài, tác giả đã vận dụng một số phương pháp như: Phương pháp duy vật biện chứng, duy vật lịch sử, phân tích tổng hợp, thống kê so sánh và dự báo.

Bước đầu luận văn đã tiếp cận và vận dụng các phương pháp hiện đại trong nghiên cứu và phân tích kinh tế như: Phương pháp hồi quy tương quan; Phương pháp SWOT...

Luận văn coi trọng quan điểm về thực tiễn, đúc kết kinh nghiệm từ thực tiễn, khảo sát ý kiến chuyên gia trong phương pháp nghiên cứu.

Trên quan điểm hệ thống và toàn diện, luận văn nghiên cứu hoạt động xác định giá trị doanh nghiệp trong mối quan hệ biện chứng với tổng thể các hoạt động, các ngành kinh tế khác.

6- Những đóng góp của luận văn.

-Hệ thống hoá cơ sở lý luận có liên quan đến vấn đề xác định giá trị doanh nghiệp.

- Phân tích, đánh giá thực trạng hoạt động xác định giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn hiện nay, từ đó chỉ rõ những ưu, nhược điểm của các phương pháp định giá đang được áp dụng ở Việt Nam.

- Làm rõ một số nhân tố ảnh hưởng tới chất lượng định giá doanh nghiệp, đề xuất một số giải pháp nhằm hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước trong tiến trình cổ phần hoá ở Việt Nam

7- Bố cục của luận văn

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo, các phụ lục đính kèm, luận văn gồm 3 chương sau:

- ***Chương 1: Những vấn đề cơ bản về xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước trong quá trình cổ phần hoá***

- ***Chương 2: Thực trạng công tác xác định giá trị doanh nghiệp Nhà nước trong quá trình cổ phần hóa ở Việt Nam***

- ***Chương 3: Một số đề xuất nhằm hoàn thiện phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp nhà nước trong quá trình cổ phần hóa ở Việt Nam.***

CHƯƠNG 1

NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG QUÁ TRÌNH CỔ PHẦN HOÁ

1.1- Khái niệm doanh nghiệp Nhà nước và sự cần thiết phải xác định giá trị doanh nghiệp Nhà nước

1.1.1- Khái niệm, đặc điểm và vai trò của doanh nghiệp Nhà nước

*Khái niệm về DNNN:

Lịch sử phát triển của các nền kinh tế thế giới cho thấy trong nền kinh tế thị trường, DNNN là một trong những công cụ quan trọng nhất để Nhà nước can thiệp, điều chỉnh thị trường và đẩy nhanh phát triển kinh tế. Vậy DNNN là gì?

Ở nước ta, theo Luật Doanh nghiệp nhà nước năm 2003 thì DNNN được quan niệm : “ Doanh nghiệp nhà nước là tổ chức kinh tế do Nhà nước sở hữu toàn bộ vốn điều lệ hoặc có cổ phần, vốn góp chi phối, được tổ chức dưới hình thức công ty nhà nước, công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn”.

Ở nước Anh, ngay từ năm 1956 khi thành lập Ủy ban đặc biệt về quốc hữu hóa công nghiệp đã quy định DNNN phải có đủ 3 điều kiện sau: Một là, hội đồng quản trị doanh nghiệp do Chính phủ bổ nhiệm; Hai là, Ủy ban quốc hữu hóa công nghiệp kiểm tra tài khoản kinh doanh của doanh nghiệp; Ba là, thu nhập của doanh nghiệp phần lớn không dựa vào sự cung cấp của quốc hội hoặc cơ quan tài chính nhà nước.

Ở nước Pháp, DNNN được xác định là những doanh nghiệp thỏa mãn đủ 3 điều kiện: Một là, tính công hữu của quyền sở hữu doanh nghiệp, nhờ đó chính phủ xác lập được địa vị lãnh đạo của nhà nước đối với doanh nghiệp; Hai là, có địa vị pháp nhân độc lập, nghĩa là địa vị của nó trong quá trình kinh tế giống như các doanh nghiệp pháp nhân khác; Ba là, thực hiện các hoạt động công thương độc lập, quy định nó là tổ chức kinh tế có hạch toán lỗ lãi chứ không phải là đơn vị hành chính sự nghiệp của chính phủ.

Các tổ chức quốc tế như Liên hợp quốc, Ngân hàng thế giới, Quỹ tiền tệ quốc tế đã đưa ra 3 đặc điểm chính của DNNN là: Một là, chính phủ là cổ đông chính trong doanh nghiệp, hoặc nếu không thì chính phủ có thể thực hiện việc kiểm soát những chính sách chung mà doanh nghiệp theo đuổi và bổ nhiệm hoặc cách chức ban quản lý doanh nghiệp; Hai là, doanh nghiệp có nhiệm vụ sản xuất hàng hóa hoặc dịch vụ bán cho công chúng, hoặc cho các doanh nghiệp tư nhân, DNNN khác. Ba là, doanh nghiệp phải chịu trách nhiệm về thu chi trong hoạt động về sản xuất kinh doanh.

* Đặc điểm của DNNN:

Từ những nội dung trên, chúng ta có thể thấy DNNN có những điểm chung là: Nhà nước sở hữu phần lớn vốn của doanh nghiệp, nhờ đó có thể gây ảnh hưởng có tính chi phối trực tiếp hoặc gián tiếp đối với các doanh nghiệp; Các doanh nghiệp đều tổ chức theo chế độ công ty là một pháp nhân; Nguồn thu chủ yếu đều từ hoạt động kinh doanh và thường phải thực hiện song song cả mục tiêu sinh lợi lẫn mục tiêu xã hội.

Sự phát triển của DNNN ở các nước trên thế giới đã góp phần không nhỏ trong việc thực hiện các mục tiêu của chính phủ đặt ra như tạo của cải cho xã hội, đóng góp tài chính cho nhà nước, góp phần tạo ra công ăn việc làm, đem lại thu nhập cho nhiều người lao động và tạo thế cho nhà nước trong việc giải quyết các vấn đề kinh tế-xã hội của đất nước. DNNN thường có một khối lượng vốn rất lớn và người sở hữu số vốn đó chính là nhà nước. Sản phẩm của các doanh nghiệp nhà nước sản xuất thường là những sản phẩm có tính đặc thù, đòi hỏi vốn lớn, hoặc những sản phẩm mà nhà nước muốn giữ độc quyền trong việc sản xuất.

Tuy nhiên, các DNNN ở các nước trên thế giới đều có một căn bệnh chung, đó là hiệu quả kinh tế thấp hơn nhiều so với các công ty tư nhân. Sự thua lỗ của DNNN đã dẫn đến sự thâm hụt lớn của ngân sách nhà nước, làm rối loạn khả năng điều hành kinh tế vĩ mô.

Có thể nói những tiêu cực, hạn chế trong DNNN đều nảy sinh từ tính chất phi thương mại của chúng do sở hữu thuộc về nhà nước. Người quản lý DNNN không có quyền linh hoạt đối phó với những điều kiện thay đổi của thị trường bằng khu vực kinh tế tư nhân, do đó làm tăng thêm chi phí đầu vào của họ. Các tổ chức lao động trong các DNNN mạnh hơn trong khu vực tư nhân nên các doanh nghiệp ít có khả năng thay đổi đầu vào về nguồn lao động của mình cho phù hợp với điều kiện khách quan bên ngoài doanh nghiệp. Bên cạnh đó, việc quyết định các mặt hàng sản xuất nhiều khi thuộc quyền của chính phủ, doanh nghiệp không thể đa dạng hóa một cách dễ dàng đầu ra của mình cho phù

hợp với nhu cầu của thị trường. Và trong khi các công ty tư nhân lấy lợi nhuận tối đa làm mục đích bao trùm thì các DNNN nhiều khi phải đầu tư phù hợp với kế hoạch quốc gia hoặc phải hy sinh lợi nhuận để thực hiện các mục tiêu xã hội. Một hệ quả khác của quyền sở hữu nhà nước là chủ thể sở hữu không có mối liên hệ lợi ích bao nhiêu đối với sự thành công hay thất bại của doanh nghiệp. Không những thế, các DNNN vẫn được hưởng những ưu đãi, có được những thế mạnh từ phía nhà nước hỗ trợ. Do đó, DNNN dễ dựa dẫm vào nhà nước, không nỗ lực tự vượt qua khó khăn. Điều này cũng dẫn đến sự kém hiệu quả trong hoạt động của DNNN.

** Vai trò của DNNN:*

Sự ra đời và tồn tại của các DNNN ở mỗi nước trên thế giới đều do những nguyên nhân kinh tế, xã hội nhất định chi phối. Do đó, vai trò của bộ phận này đối với các nền kinh tế các nước cũng khác nhau. Tuy mang những đặc trưng riêng nhưng DNNN luôn có vai trò quan trọng trong cơ cấu kinh tế của mỗi nước, cụ thể là:

- *Thứ nhất*, DNNN là một trong những thực lực quan trọng của nền kinh tế.

Lịch sử kinh tế thế giới đã chứng minh, các nước trên thế giới đều đã duy trì, phát triển loại hình DNNN. Đây là một bộ phận đóng góp quan trọng trong tổng thu nhập quốc dân và thu ngân sách nhà nước ở mỗi quốc gia. Ở mỗi quốc gia, trong mỗi thời kỳ khác nhau, vai trò này có những sự chuyển đổi không giống nhau.

Thứ hai, DNNN là công cụ hữu hiệu để nhà nước thực hiện chức năng điều tiết nền kinh tế.

Trong nền kinh tế thị trường, do sự tác động của bàn tay vô hình đã tạo ra nhiều khuyết tật cho nền kinh tế, lợi ích của các doanh nghiệp luôn khác nhau và không phải luôn hoàn toàn thống nhất với lợi ích của toàn xã hội. Do vậy, nếu không được điều chỉnh sẽ dẫn đến tình trạng các doanh nghiệp sẽ tự vận động và phát triển theo từng xu hướng riêng vốn có của mình, điều đó sẽ làm cho nền kinh tế phát triển theo hướng mất cân đối, dễ dẫn đến sự khủng hoảng và suy thoái nền kinh tế. Để điều chỉnh, nhà nước sử dụng hệ thống các chính sách, pháp luật tạo hành lang và tạo ra sự kích thích, điều tiết quan trọng nhằm vừa phát huy thế mạnh vốn có, vừa bảo đảm hành lang cần thiết hướng vào mục tiêu chung. Đó là hướng quan trọng nhất, song chỉ riêng điều đó là chưa đủ. Nhà nước cần có một thực lực kinh tế, một sức mạnh nằm ngay trong đời sống kinh tế xã hội, thông qua điều hành trực tiếp các DNNN mà tác động gián tiếp vào các doanh nghiệp thuộc các khu vực kinh tế khác phát triển theo quỹ đạo của mình từ đó góp phần làm cho nền kinh tế tăng trưởng và phát triển ổn định.

Thứ ba, DNNN là công cụ để nhà nước thực hiện các chức năng quản lý xã hội của mình.

Trong nền kinh tế thị trường, các doanh nghiệp luôn hướng tới mục tiêu là tối đa hóa lợi nhuận trong kinh doanh. Do vậy, các doanh nghiệp thường đầu tư vào những ngành, những lĩnh vực có thể đạt được mục tiêu của họ. Còn các ngành, các lĩnh vực khó khăn mang lại lợi nhuận ít hoặc không có lợi nhuận thì họ không đầu tư. Song chính các ngành, lĩnh vực này được đầu tư thì lại có ý nghĩa hoặc hiệu quả rất lớn về mặt xã hội và không thể thiếu được. Để thực hiện chức năng xã hội của mình, nhà

nước buộc phải đầu tư vào các lĩnh vực trên dưới hình thức là các DNNN công ích, sản xuất và cung ứng các dịch vụ công cộng hoặc phục vụ quốc phòng, an ninh.

Thứ tư, thông qua các DNNN mà nhà nước tác động trực tiếp đến sự phân bổ các nguồn lực. Do kinh tế thị trường chạy theo lợi nhuận và tự do cạnh tranh, mặt khác do các nguồn lực kinh tế của đất nước được phân bổ không đồng đều nên không phát huy được tổng thể các nguồn lực kinh tế. Nhờ các DNNN, nhà nước đã điều chỉnh và tác động trực tiếp đến việc phân bổ này trong xã hội, đảm bảo phát huy tối đa các nguồn lực của đất nước.

Ở Việt Nam, ngoài những vai trò then chốt trên, DNNN còn giữ một vai trò đặc biệt quan trọng. DNNN là nhân tố mang đầy đủ bản chất của nền kinh tế quá độ lên chủ nghĩa xã hội. Nó giữ vai trò chủ đạo trong nền kinh tế quốc dân, làm nền móng, làm nòng cốt cho sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước.

1.1.2- Sự cần thiết xác định giá trị doanh nghiệp

1.1.2.1. Giá trị doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường

1.1.2.1.1. Các khái niệm cơ bản

*** Doanh nghiệp và giá trị của nó**

Doanh nghiệp là một thực thể kinh tế đồng thời cũng là một loại hàng hoá cho dù nó có những nét đặc thù: nó sản xuất ra của cải và cung cấp dịch vụ. Doanh nghiệp có điều lệ hoạt động mang tính pháp lý, nó cấu thành một địa vị ưu đãi cho việc cụ thể hoá các quan hệ kinh tế, xã hội. Việc đánh giá về mặt tài chính có quan hệ tới doanh nghiệp như là vật trao đổi giữa người mua và người bán dựa trên một thị trường có tổ chức - Thị trường chứng khoán. Giá trị của doanh nghiệp ngoài việc được xác định dựa trên cơ sở những tài sản mà nó hiện có còn tùy thuộc vào khả năng sinh lợi của nó trong tương lai thông qua hoạt động sản xuất sản phẩm và cung cấp dịch vụ. Một doanh nghiệp có thể có tài sản hiện tại là rất nhỏ nhưng người mua (các nhà đầu tư) vẫn có thể sẵn sàng trả giá cao nếu doanh nghiệp đó có thể mang lại cho họ những khoản thu nhập hấp dẫn trong tương lai. Ngược lại, một doanh nghiệp có thể có khối lượng tài sản lớn ở hiện tại nhưng cũng khó có thể gây sự chú ý tới các nhà đầu tư nếu triển vọng hoạt động của nó trong tương lai là u ám, trừ trường hợp các nhà đầu tư mua doanh nghiệp với mục đích “mua đi bán lại” nhằm hưởng chênh lệch giá.

Việc đánh giá doanh nghiệp liên quan đến nhiều thời điểm khác nhau của chính đời sống doanh nghiệp : từ ngày đầu thành lập cho tới ngày thanh lý, giải thể, phá sản doanh nghiệp. Việc xác định giá trị doanh nghiệp thường được tiến hành vào thời điểm có sự chuyển nhượng quyền sở hữu của một doanh nghiệp đang hoạt động. Trong một vài trường hợp, việc đánh giá có thể chỉ liên quan tới một bộ phận của doanh nghiệp với điều kiện bộ phận đó có thể được nêu danh rõ ràng và tách biệt khỏi toàn bộ doanh nghiệp.

*** Giá trị tài chính**

Khái niệm nói trên tương ứng với một hình ảnh xác thực của doanh nghiệp trong một thời điểm nhất định. Nó không chú ý tới các điều kiện đã hình thành nên tài sản của doanh nghiệp trong quá trình hoạt động và theo đó không chú ý tới khả năng sinh lời hoặc các rủi ro, thua lỗ có thể xuất hiện trong tương lai. Người mua tiến hành việc mua doanh nghiệp với hy vọng kiếm được lợi nhuận dưới dạng cổ tức được phân chia và các khoản thu nhập dưới dạng giá trị siêu ngạch khi bán lại doanh nghiệp đó. Họ tiến hành một cuộc mua bán đối chiếu với các chứng khoán khác hiện có sẵn, hoặc của các doanh nghiệp, hoặc của việc bỏ vốn thuần túy tài chính. Giá trị tài chính thường bắt nguồn từ cái nhìn bên ngoài của doanh nghiệp và các chuyển dịch trên chứng khoán được thực hiện mà không có ý đồ làm thay đổi việc quản lý và kiểm soát.

*** Giá trị kinh tế**

Trong nhiều trường hợp, giá trị tài chính của doanh nghiệp bộc lộ những hạn chế vì người mua coi doanh nghiệp chỉ thuần túy như một hàng hoá thông thường có thể mua đi bán lại để kiếm lời. Vì thế, một quan điểm khác về giá trị đã được bổ sung, đó chính là giá trị kinh tế của doanh nghiệp. Để xác định tốt hơn các khả năng phát triển cũng như khả năng sinh lời cùng với các kỳ vọng tương lai của doanh nghiệp, giá trị kinh tế của doanh nghiệp đòi hỏi một sự hiểu biết doanh nghiệp về mặt cấu trúc của nó. Nó giả thiết một cuộc chẩn đoán tổng thể của doanh nghiệp diễn ra bằng các yếu tố thặng dư hoặc thiếu hụt của tài sản và bằng việc định lượng các yếu tố về rủi ro hoặc thành công mà nó phải tính tới trong các dự toán và trong việc vốn hoá các kết quả. Trong trường hợp này, doanh nghiệp được nhìn nhận như một dự án kinh tế. Ở đây, nhà đầu tư không phải mua doanh nghiệp với mục đích thu được một khoản lợi từ việc bán lại doanh nghiệp đó, điều mà họ quan tâm chính là luồng thu nhập mà doanh nghiệp đó mang lại trong tương lai.