TÀI LIỆU BỒI DƯỠNG KIẾN THỨC NGẮN HẠN NGHIỆP VỤ

THẨM ĐỊNH GIÁ

Chuyên ngành: THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

================

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Thẩm định giá doanh nghiệp là một lĩnh vực quan trọng của hoạt động thẩm định giá tài sản hiện nay, trong bối cảnh toàn cầu hóa và hội nhập kinh tế thế giới ngày càng diễn ra mạnh mẽ.

1.0. Khái niệm, vai trò, mục đích của thẩm định giá doanh nghiệp

*1.1. Khái niệm*

* Doanh nghiệp:

- Theo Luật Doanh nghiệp số 60/2005/QH11 khóa XI, kỳ họp thứ 8 do Quốc hội nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam thông qua ngày 29/11/2005: “Doanh nghiệp là tổ chức kinh tế có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch ổn định, được đăng ký kinh doanh theo quy định của pháp luật nhằm mục đích thực hiện các hoạt động kinh doanh”.

- Theo Tiêu chuẩn Thẩm định giá Quốc tế 2005: “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 của chủ sở hữu, đồng thời kết hợp một cách hợp lý các mục tiêu xã hội.

* Doanh nghiệp đang hoạt động: là doanh nghiệp được giả thiết vẫn tiếp tục hoạt động trong tương lai.
* Tài sản ròng (Net Assets): là tổng tài sản trừ tổng nợ.
* Thu nhập ròng (Net Income): là doanh thu trừ các chi phí, bao gồm các khoản thuế.
* Dòng tiền (Cash flow ): là thu nhập ròng cộng (+) khấu hao và các chi phí không phải là tiền mặt khác.
* Uy tín (goodwill): là tài sản vô hình phát sinh do danh tiếng, uy tín, sự tín nhiệm của khách hàng, địa điểm, sản phẩm và các nhân tố tương tự mang lại các lợi ích kinh tế.
* Tỷ lệ vốn hóa (Capitalisation rate): là tỷ lệ phần trăm dùng để chuyển đổi thu nhập thành giá trị.
* Giá trị doanh nghiệp theo sổ sách kế toán: là tổng giá trị tài sản thể hiện trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp theo chế độ kế toán hiện hành.
* Giá trị thực tế của doanh nghiệp: là tổng giá trị thực tế của tài sản (hữu hình và vô hình) thuộc quyền sở hữu của doanh nghiệp tính theo giá thị trường tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.
* Giá trị lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp: là giá trị tăng thêm do các yếu tố lợi thế tạo ra như vị trí địa lý, thương hiệu, thị trường và thị phần trong nước cũng như nước ngoài,… của doanh nghiệp.
* Giá trị hoạt động liên tục: là giá trị của một doanh nghiệp, hay một lợi ích trong đó được xem xét theo giả thiết doanh nghiệp hoạt động liên tục.
* Thẩm định giá doanh nghiệp: là việc ước tính giá trị của doanh nghiệp hay lợi ích của nó theo một mục đích nhất định bằng cách sử dụng các phương pháp thẩm định giá phù hợp.

Nói cách khác, thẩm định giá doanh nghiệp là quá trình đánh giá hay ước lượng giá trị thị trường của các quyền và lợi ích mang lại từ sở hữu doanh nghiệp cho chủ doanh nghiệp. Quá trình này do thẩm định viên chuyên nghiệp tiến hành.

* Thẩm định viên về giá doanh nghiệp: là một người được đào tạo, huấn luyện, và có kinh nghiệm đáp ứng tiêu chuẩn để thực hiện việc thẩm định giá doanh nghiệp, lợi ích phát sinh từ việc sở hữu doanh nghiệp, chứng khoán, và các tài sản vô hình.

*1.2. Vai trò*

Với sự phát triển của thị trường tài chính, thị trường chứng khoán và các thị trường tài sản khác thì thẩm định giá doanh nghiệp và các lợi ích của nó ngày càng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Nó cung cấp bức tranh tổng quát về giá trị của một doanh nghiệp, là cơ sở quan trọng phục vụ cho đối tượng sử dụng kết quả thẩm định giá đưa ra quyết định hợp lý trong các vấn đề chủ yếu sau:

* Giúp các cơ quan quản lý ban ngành của nhà nước nắm được tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và giá trị của doanh nghiệp để có chính sách quản lý cụ thể đối với từng doanh nghiệp như thu thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế tài sản, các loại thuế khác.
* Giúp doanh nghiệp có những giải pháp cải tiến quản lý cần thiết nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, kiểm soát lợi nhuận của doanh nghiệp.
* Là cơ sở để giải quyết, xử lý tranh chấp nảy sinh giữa các cổ đông của doanh nghiệp khi phân chia cổ tức, góp vốn, vi phạm hợp đồng,…
* Là cơ sở cho các tổ chức, cá nhân và công chúng đầu tư đưa ra quyết định mua bán, chuyển nhượng các loại chứng khoán do doanh nghiệp phát hành trên thị trường tài chính; cũng như là cơ sở để sáp nhập, chia tách, giải thể, thanh lý, liên doanh,… doanh nghiệp.

*1.3. Mục đích*

 Thẩm định giá doanh nghiệp thường phục vụ cho các mục đích chủ yếu sau:

* Mua ,bán , sáp nhập, liên doanh liên kết, thanh lý doanh nghiệp
* Đầu tư, góp vốn , mua - bán chứng khoán của doanh nghiệp
* Cổ phần hóa, niêm yết chứng khoán trên thị trương chứng khoán
* Vay vốn đầu tư kinh doanh
* Thuế
* Giải quyết, xử lý tranh chấp

2.0. Cơ sở giá trị của thẩm định giá doanh nghiệp

*2.1. Khái niệm giá trị - cơ sở và tiền đề của giá trị*

Doanh nghiệp là một tài sản đầu tư, do vậy giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào thu nhập mang lại cho nhà đầu tư.

Giá trị doanh nghiệp là tổng hiện giá của tất cả thu nhập có khả năng mang lại trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh.

*2.2. Cơ sở của giá trị trong thẩm định giá doanh nghiệp: 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 thẩm định giá doanh nghiệp.

Thông thường việc thẩm 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 ông 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: 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 thẩm định giá, thì các thẩm định viên 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 thẩm định giá cao hơn giá trị thanh lý và đưa ra giá trị thực tế của doanh nghiệp.

▄ 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.

*2.3. Những tiền đề của giá trị: giá trị sổ sách, giá trị thay thế, giá trị chuyển đổi thành tiền, giá trị vô hình*

* Giá trị sổ sách (không phù hợp để đo lường giá trị doanh nghiệp): Là giá trị danh nghĩa, đó là tổng giá trị tài sản thể hiện trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp theo chế độ kế toán hiện hành.
* Giá trị thay thế: Là chi phí hiện hành để có được một tài sản có tính năng, công dụng,… tương đương với tài sản thẩm định giá.
* Giá trị chuyển đổi thành tiền: Là mức giá tại đó tài sản có thể chuyển đổi thành tiền.
* Giá trị vô hình

Giá trị các tài sản vô hình có thể nhận dạng như bằng sáng chế, thương hiệu, bản quyền, nhãn hiệu, bí quyết sản xuất, cơ sở dữ liệu…

Giá trị vô hình cũng có thể có trong các tài sản không phân định được, thường được gọi là *lợi thế thương mại*. Chú ý rằng giá trị lợi thế thương mại ở đây tương tự như lợi thế thương mại trong ý nghĩa kế toán.

Trong cả hai trường hợp trên, đó là giá trị dư ra sau tất cả các loại tài sản khác đã được đưa vào tính toán.

Nếu doanh nghiệp có tài sản vô hình, thẩm định viên phải chắc chắn rằng giá trị của các tài sản vô hình được thể hiện đầy đủ, cho dù đó là tài sản vô hình có thể nhận dạng hay không, hay có thể được định giá trị một cách tách biệt hay không.

*2.4. Các biến số tài chính: thu nhập ròng,cổ tức, dòng tiền, tỷ suất vốn hóa, tỷ suất chiết khấu*

* Thu nhập ròng:

 Thu nhập ròng bằng doanh thu trừ tổng chí phí và thuế.

 Cổ tức

 Là số thu nhập ròng dùng để trả lãi cho cổ đông của doanh nghiệp hàng năm

 Dòng tiền :

- Dòng tiền vào từ hoạt động là thu nhập ròng cộng ( + ) khấu hao tài sản cố định và các chi phí không phải là tiền mặt khác

- Dòng tiền vốn chủ sở hữu( FCFE ) là dòng tiền còn lại sau khi đã trừ toàn bộ chi phí, thuế, lãi vay, nợ vay và trang trải các khoản chi vốn đầu tư cho sự tăng trưởng trong tương lai

 Dòng tiền vốn chủ sở hữu = Thu nhập ròng + Khấu hao – Các khoản

 Chi tăng vốn đầu tư – Tăng ( giảm ) vốn lưu động - Các khoản trả nợ gốc + Các khoản nợ mới

Dòng tiền thuần của doanh nghiệp ( FCFF ) 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, các cổ đông cổ phiếu ưu đãi.

Có hai cách tính dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF):

- Cách 1: Cộng các dòng tiền của những người có quyền đối với tài sản của doanh nghiệp:

FCFF = FCFE + Chi phí lãi vay (1-Thuế suất) + Các khoản trả nợ gốc

- Các chứng khoán nợ mới + 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(1-Thuế suất) + Chi phí khấu hao - Chi vốn - Tăng giảm vốn lưu động.

Hai cách trên sẽ cho ra các giá trị ước lượng dòng tiền như nhau.

 Tỷ suất vốn hóa:

Tỷ suất vốn hóa là tỷ suất chuyển giá trị thu nhập trong tương lai thành giá trị vốn ở thời điểm hiện tại.

- Tỷ suất vốn hóa cần thiết của các nhà đầu tư được tính theo công thức:

Tỷ suất vốn hóa = Rf + Rp

Rf : Tỷ suất lợi nhuận thu được từ các khoản đầu tư không rủi ro, được tính bằng lãi suất trả trước của trái phiếu Chính phủ kỳ hạn từ 10 năm trở lên ở thời điểm gần nhất với thời điểm thẩm định giá.

Rp: Phụ phí rủi ro phụ thuộc vào từng ngành đầu tư

- Có thể tính tỷ suất vốn hóa theo mô hình định giá tài sản vốn (Capital asset pricing model - CAPM) là mô hình mô tả mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư.

Theo mô hình này, lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư được tính bằng lợi nhuận không rủi ro cộng với một khoản bù đắp rủi ro mà nhà đầu tư đã đầu tư vào doanh nghiệp đó.

Công thức tính lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư theo mô hình CAPM:



Trong đó:

Rf là lợi nhuận không rủi ro,

là lợi nhuận kỳ vọng của thị trường thông thường được chấp

nhận cao hơn Rf từ 5% đến 8%

i là hệ số beta, đo lường mức độ rủi ro của doanh nghiệp i.

 là hệ số đo lường rủi ro của ngành mà doanh nghiệp đang kinh doanh. Hệ số  được định nghĩa là hệ số đo lường mức độ biến động lợi nhuận cá biệt so với mức độ biến động lợi nhuận bình quân thị trường.

+ Beta bằng 0: Lợi nhuận kỳ vọng có beta bằng 0 chính là lợi nhuận không rủi ro, Rf

+ Beta bằng 1: Lợi nhuận kỳ vọng có beta bằng 1 chính là lợi nhuận thị trường 

+ Beta < 1 : mức độ rủi ro của ngành kinh doanh ít hơn so bình quân thị trường

+ Beta > 1 : mức độ rủi ro của ngành kinh doanh cao hơn bình quân thị trường

  Tỷ suất chiết khấu

 Tỷ suất chiết khấu là một tỷ lệ % dùng để chuyển đổi các dòng tiền

 trong tương lai về giá trị hiện tại.

 Các tỷ lệ chiết khấu thường sử dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp:

- Chi phí sử dụng vốn cổ phần ( vốn chủ sở hửu ): đó chính là tỷ suất lợi nhuận mong muốn của cổ đông, thường được ký hiệu là ke

 Công thức tính ke

ke = Rf +  ( Rm – Rf )

- Chi phí sử dụng vốn cổ phần chính là tỷ suất vốn hóa tính theo mô hình định giá tài sản vốn. Chi phí sử dụng vốn cổ phần được dùng để chiết khấu dòng cổ tức, dòng tiền vốn chủ sở hữu

- Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) :biểu thị tỷ suất lợi nhuận mong muốn tối thiểu trên các tài sản có giá trị đối với cả những người nắm giữ công cụ nợ và những người giữ vốn cổ phần, hoặc nó mang lại cho họ tỷ suất lợi nhuận mong muốn. Nhìn chung mức độ rủi ro liên quan đến hoạt đông càng cao thì WACC càng lớn. Tỷ suất chiết khấu cao hơn dẫn đến giá trị hiện tại của doanh nghiệp thấp hơn.

 Công thức tính WACC:

 k = ke [ E/V ] + kd (1- tc ) [ D/V ]

 Trong đó:

 k : WACC

 ke: Tỷ suất mong muốn của các cổ đông (Chi phí vốn cổ phần)

 kd: Tỷ suất lợi nhuận mong muốn của người cho vay

 tc : Thuế suất thuế TNDN

 E : Giá trị thi trường vốn cổ phần của Công ty

 D : Giá trị thị trường của nợ

 V = E+D : Tổng giá trị thị trường của Công ty

 Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền được sử dụng để chiết khấu dòng tiền thuần của doanh nghiệp

3.0. Quy trình thẩm định giá doanh nghiệp

Quy trình thẩm định giá doanh nghiệp tuân thủ quy trình thẩm định giá tại Tiêu chuẩn TĐG số 05 ban hành theo QĐ số 24/2004/QĐ-BTC ngày 07/10/2005 của Bộ Tài chính.

Nhìn chung, quy trình thẩm định giá doanh nghiệp tương tự như quy trình thẩm định giá các tài sản khác, nhưng nội dung cụ thể của các bước cần được điều chỉnh phù hợp với việc thẩm định giá doanh nghiệp.

Quy trình thẩm định giá doanh nghiệp gồm có 6 bước:

*1/ Xác định vấn đề*

 Trong bước này cần chú ý các vấn đề sau:

* Thiết lập mục đích thẩm định giá
* Nhận dạng sơ bộ doanh nghiệp cần thẩm định giá: pháp lý, loại hình, quy mô, địa điểm, các cơ sở, chi nhánh, tài sản, sản phẩm, thương hiệu, thị trường,…
* Xác định cơ sở giá trị của thẩm định giá
* Xác dịnh tài liệu cần thiết cho việc thẩm định giá

*2/ Lập kế hoạch thẩm định giá*

- Việc lập kế hoạch thẩm định giá nhằm xác định rõ những bước công việc phải làm và thời gian thực hiện từng bước công việc cũng như toàn bộ thời gian cho việc thẩm định giá.

- Nội dung kế hoạch phải thể hiện những công việc cơ bản sau: Xác định các yếu tố cung cầu thích hợp với chức năng, các đặc tính và các quyền gắn liền với doanh nghiệp được mua bán và đặc điểm thị trường; Xác định các tài liệu cần thu thập về thị trường, về doanh nghiệp, tài liệu so sánh; Xác định và phát triển các nguồn tài liệu, đảm bảo nguồn tài liệu đáng tin cậy và phải được kiểm chứng; Xây dựng tiến độ nghiên cứu, xác định trình tự thu thập và phân tích dữ liệu, thời hạn cho phép của trình tự phải thực hiện; Lập đề cương báo cáo kết quả thẩm định giá.

*3/ Tìm hiểu doanh nghiệp và thu thập tài liệu*

 Trong bước này cần lưu ý:

- Khảo sát thực tế tại doanh nghiệp: kiểm kê tài sản, khảo sát tình hình sản xuất kinh doanh thực tế của doanh nghiệp.

- Thu thập thông tin trước hết là các thông tin, tư liệu từ nội bộ doanh nghiệp: tư liệu về tình hình sản xuất kinh doanh, các báo cáo tài chính - kế toán - kiểm toán, hệ thống đơn vị sản xuất và đại lý, đặc điểm của đội ngũ quản lý điều hành, nhân viên, công nhân,… Ngoài ra còn chú ý thu thập thông tin bên ngoài doanh nghiệp đặc biệt là thị trường sản phẩm của doanh nghiệp, môi trường kinh doanh, ngành kinh doanh, các đối thủ cạnh tranh, chủ trương của Nhà nước,… Thẩm định viên cần tiến hành những bước cần thiết để bảo đảm rằng tất cả nguồn dữ liệu làm căn cứ đều đáng tin cậy và phù hợp với việc thẩm định giá. Việc thẩm định viên tiến hành các bước hợp lý để thẩm tra sự chính xác và hợp lý của các nguồn tư liệu là thông lệ trên thị trường.

*4/ Đánh giá các điểm mạnh và điểm yếu của doanh nghiệp:*

Cần đánh giá các điểm mạnh và điểm yếu của doanh nghiệp trên các mặt: sản xuất kinh doanh, thiết bị công nghệ, tay nghề người lao động, bộ máy quản lý và năng lực quản lý, vốn nợ, các chỉ tiêu tài chính, thị trường, môi trường kinh doanh.

*5/ Xác định phương pháp thẩm định giá, phân tích số liệu, tư liệu, và ước tính giá trị doanh nghiệp.*

Thẩm định viên về giá doanh nghiệp dựa vào ý kiến, kết quả công việc của thẩm định viên khác hay các nhà chuyên môn khác là cần thiết khi thẩm định giá doanh nghiệp. Một ví dụ thường thấy là dựa vào kết quả thẩm định giá bất động sản để thẩm định giá các tài sản bất động sản thuộc sở hữu của doanh nghiệp. Khi dựa vào ý kiến, kết quả của thẩm định viên khác hoặc các chuyên gia khác, thẩm định viên về giá doanh nghiệp cần tiến hành các bước thẩm tra để bảo đảm rằng những dịch vụ đó được thực hiện một cách chuyên nghiệp, các kết luận hợp lý và đáng tin cậy.

*6/ Phần chuẩn bị báo cáo và lập báo cáo thẩm định giá*

Phần chuẩn bị báo cáo và lập báo cáo thẩm định giá doanh nghiệp tương tự như các tài sản khác. Báo cáo kết quả thẩm định giá doanh nghiệp phải nêu rõ:

6.1 Mục đích thẩm định giá

6.2 Đối tượng thẩm định giá phải được mô tả rõ. Cần phải nêu rõ đối tượng thẩm 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 thẩm 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.

6.3 Cơ sở giá trị của thẩm định giá: định nghĩa giá trị phải được nêu và xác định.

6.4 Phương pháp thẩm định giá: Các phương pháp thẩm định giá và lý do áp dụng các phương pháp này; những tính toán và logic trong quá trình áp dụng một hay nhiều phương pháp thẩm định giá; xuất phát của các biến số như các tỷ lệ chiết khấu, tỷ lệ vốn hoá hay các yếu tố thẩm định khác; những lập luận khi tổng hợp những kết quả thẩm định giá khác nhau để có kết quả giá trị duy nhất.

6.5 Những giả thiết và những điều kiện hạn chế khi thẩm định giá, những tiền đề và giả thiết quan trọng đối với giá trị phải được nêu rõ.

6.6 Nếu có một khía cạnh nhất định của công việc thẩm định giá cần sụ vận dụng so với những quy định của những tiêu chuẩn hay hướng dẩn mà sự vận dụng đó xét thấy là cần thiết và thích hợp thì nội dung, những lý do vận dụng cần được nêu rõ trong báo cáo.

6.7 Phân tích tài chính:

* Tóm lược bảng tổng kết tài sản và bản báo cáo thu nhập trong một giai đoạn nhất định phù hợp với mục đích thẩm định giá và đặc điểm của doanh nghiệp.
* Những điều chỉnh đối với các dữ liệu tài chính gốc (nếu có).
* Những giả thiết cơ bản để hình thành bảng cân đối tài sản và báo cáo thu nhập.
* Tình hình hoạt động tài chính của doanh nghiệp qua thời gian và so sánh với các doanh nghiệp tương tự.

6.8 Kết quả thẩm định giá.

6.9 Phạm vi và thời hạn thẩm định giá.

6.10 Chữ ký và xác nhận: thẩm định viên, người ký vào báo cáo thẩm định giá chịu trách nhiệm đối với những nội dung thực hiện trong báo cáo.

CHƯƠNG 2

CÁC YẾU TỐ CẦN ĐƯỢC XEM XÉT, PHÂN TÍCH KHI THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

 Sự phát triển có hiệu quả và bền vững của toàn bộ nền kinh tế quốc dân phụ thuộc vào kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Mức độ đạt được mục tiêu kinh tế - xã hội của mỗi doanh nghiệp lại phụ thuộc vào môi trường kinh doanh và khả năng thích ứng của doanh nghiệp với hoàn cảnh của môi trường kinh doanh.

 “Môi trường kinh doanh là tổng hợp các yếu tố, các điều kiện có ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp”.

 Môi trường kinh doanh được cấu thành từ những yếu tố khác nhau, thông thường được phân chia như sau:

 - Môi trường bên ngoài bao gồm: môi trường vĩ mô và môi trường ngành (môi trường tác nghiệp).

 - Môi trường bên trong bao gồm toàn bộ các quan hệ kinh tế, tổ chức, kỹ thuật nhàm bảo đảm cho doanh nghiệp kết hợp các yếu tố sản xuất để tạo ra sản phẩm đạt hiệu quả cao. Đó chính là tổng thể các yếu tố nội tại trong một doanh nghiệp nhất định.

Để đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, các thẩm định viên phải nhận biết một cách nhạy bén và dự báo đúng sự thay đổi của môi trường kinh doanh tác động đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

1. Môi trường bên ngoài doanh nghiệp

 *1.1. Môi trường vĩ mô*

 Các yếu tố môi trường vĩ mô bao gồm: các yếu tố kinh tế, yếu tố chính trị và luật pháp, yếu tố xã hội, yếu tố tự nhiên, yếu tố công nghệ. Nghiên cứu về môi trường vĩ mô nhằm đánh giá quy mô và tiềm năng thị trường của doanh nghiệp và sự tác động của các tác lực môi trường như chính trị, kinh tế, xã hội,… đối với doanh nghiệp.

1.1.1 Môi trường kinh tế

Khi nền kinh tế phát triển tốt thì doanh nghiệp có xu hướng đi lên và nguợc lại khi kinh tế giảm sút thì doanh nghiệp đi xuống. Như vậy, nếu dự đoán được xu hướng phát triển của nền kinh tế, thì có thể dự báo được xu thế phát triển chung của doanh nghiệp.

Thẩm định viên cần đánh giá môi trường kinh tế của doanh nghiệp dựa vào các yếu tố sau: tăng trưởng kinh tế; lãi suất; tỷ giá hối đoái; lạm phát.

1.1.2. Môi trường chính trị pháp luật

Các yếu tố chính trị và luật pháp có ảnh hưởng đến hoạt động của các doanh nghiệp, bao gồm hệ thống các quan điểm, đường lối chính sách của chính phủ, hệ thống luật pháp hiện hành, xu hướng ngoại giao của chính phủ, những diễn biến chính trị trong nước, trong khu vực và trên toàn thế giới.

1.1.3. Môi trường văn hóa xã hội

Các khía cạnh hình thành môi trường văn hóa - xã hội như: những quan niệm về đạo đức, thẩm mỹ, lối sống, về nghề nghiệp; những phong tục, tập quán, truyền thống; những quan tâm ưu tiên của xã hội; trình độ nhận thức, học vấn chung của xã hội.... có ảnh hưởng mạnh mẽ đến các họat động kinh doanh của doanh nghiệp.

1.1.4. Môi trường tự nhiên

Các vấn đề ô nhiễm môi trường, sản phẩm kém chất lượng, lãng phí tài nguyên thiên nhiên cùng với nhu cầu ngày càng lớn đối với các nguồn lực có hạn khiến các doanh nghiệp phải thay đổi các quyết định và biện pháp hoạt động sản xuất kinh doanh.

1.1.5. Môi trường công nghệ

Đây là một trong những yếu tố rất năng động, chứa đựng nhiều cơ hội và đe dọa đối với các doanh nghiệp. Những áp lực và đe dọa từ môi trường công nghệ là sự ra đời của công nghệ mới làm xuất hiện và tăng cường ưu thế cạnh tranh của các sản phẩm thay thế, đe dọa các sản phẩm truyền thống. Sự bùng nổ của công nghệ mới làm cho công nghệ hiện tại bị lỗi thời và tạo ra áp lực đòi hỏi các doanh nghiệp phải đổi mới công nghệ để tăng cường khả năng cạnh tranh.

*1.2. Môi trường ngành*

Khi đánh giá môi trường ngành của doanh nghiệp, cần phân tích những nội dung: chu kỳ kinh doanh, triển vọng tăng trưởng của ngành, cạnh tranh trong ngành, áp lực cạnh tranh tiềm tàng.

1.2.1 Chu kỳ kinh doanh

 Nhìn chung, tình hình hoạt động của nhiều ngành thường hoàn toàn tương đồng với các chu kỳ kinh tế. Tuy nhiên, trong nhiều lĩnh vực cụ thể của một ngành có thể không hoàn toàn tương đồng với chu kỳ kinh tế.

Do đó, khi đánh giá cần phân tích cụ thể từng lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp.

 1.2.2. Triển vọng tăng trưởng của ngành

 Triển vọng tăng trưởng của một ngành có liên hệ chặt chẽ với chu kỳ kinh tế. Một ngành có triển vọng tăng trưởng mạnh có thể đem lại cho các doanh nghiệp trong ngành những cơ hội thuận lợi. Những cơ hội này thể hiện ở tiềm năng mở rộng thị trường, khả năng cải thiện vị thế tài chính của các doanh nghiệp,…

Vì vậy, khi đánh giá môi trường ngành của doanh nghiệp, cần xem xét triển vọng của ngành trên cơ sở đánh giá chu kỳ của nền kinh tế và nhu cầu tiềm tàng của nền kinh tế đối với ngành mà doanh nghiệp đang hoạt động.

1.2.3. Phân tích về cạnh tranh trong ngành

 Tình hình cạnh tranh phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố và những yếu tố này cũng thay đổi tùy theo từng ngành. Đồng thời, sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp chủ yếu diễn ra trên hai phương diện là giá cả và chất lượng sản phẩm.

 1.2.4. Áp lực cạnh tranh tiềm tàng

Áp lực cạnh tranh tiềm tàng trong một ngành tùy thuộc vào mức độ khó khăn đối với các doanh nghiệp có khả năng gia nhập ngành đó để cạnh tranh với các doanh nghiệp hiện đang hoạt động trong ngành. Những khó khăn này được thể hiện qua những chi phí mà một doanh nghiệp phải chấp nhận khi gia nhập ngành

2. Môi trường bên trong doanh nghiệp

2.1. Sản phẩm, thị trường và chiến lược kinh doanh

 Sản phẩm, thị trường, chiến lược kinh doanh, mạng lưới khách hàng và đối thủ cạnh tranh của doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định doanh thu của doanh nghiệp. Do đó, thẩm định viên cần đánh giá cẩn thận để có thể ước tính doanh thu chính xác, trên cơ sở đó có thể ước tính giá trị doanh nghiệp phù hợp.

*2.1.1. Sản phẩm*

Nếu doanh nghiệp kinh doanh nhiều sản phẩm, thẩm định viên cần đánh giá lần lượt từng sản phẩm, sau đó căn cứ vào mức độ đóng góp của mỗi sản phẩm đối với doanh nghiệp để xác định vị thế của doanh nghiệp trên thương trường.

Khi đánh giá sản phẩm của doanh nghiệp, cần đánh giá trên các mặt như: tầm quan trọng, chu kỳ đời sống, tiềm năng phát triển, chất lượng và uy tín của nhãn hiệu. Thông qua những đánh giá này, thẩm định viên có thể nhận thấy vị thế của doanh nghiệp thông qua sản phẩm.

*2.1.2. Thị trường*

Đánh giá mạng lưới tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp tại thị trường trong nước, nước ngoài; từ đó đánh giá được thị phần, thị trường của doanh nghiệp trên thương trường trong nước và quốc tế. Đây là cơ sở để đánh giá sức mạnh thương hiệu của doanh nghiệp tác động đến thị trường như thế nào.

*2.1.3. Chiến lược kinh doanh*

Muốn thành công trong kinh doanh, các doanh nghiệp cần có chiến lược kinh doanh cụ thể trong từng giai đoạn nhất định nhằm đạt được hiệu quả kinh doanh cao nhất. Vì vậy, các thẩm định viên cần đánh giá chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp, đây là cơ sở để hình thành giá trị của doanh nghiệp; đó là: chiến lược sản phẩm, chiến lược giá, chiến lược phân phối và chiến lược hỗ trợ bán hàng.

- Chất lượng sản phẩm là một trong những yếu tố tạo ra sự khác biệt về sản phẩm của doanh nghiệp này so với doanh nghiệp khác.

Sản phẩm có chất lượng cao sẽ thu hút người mua, qua đó giúp doanh nghiệp nâng cao uy tín và lợi thế cạnh tranh về chất lượng so với đối thủ, tạo điều kiện cho doanh nghiệp có thể mở rộng thị trường, đặc biệt là thị trường xuất khẩu. Đây là cơ sở để tăng doanh thu, tăng giá trị của doanh nghiệp.

 - Chiến lược giá thể hiện qua việc: Duy trì các chính sách ưu giá đãi cho khách hàng lớn, quen thuộc của công ty; Tăng số lượng sản phẩm trong một lần mua cho khách hàng bằng cách áp dụng các hình thức giảm giá; Xây dựng chương trình khuyến mãi giảm giá thông qua bán tặng phẩm của công ty cho khách hàng. Đây là cơ sở để tăng doanh thu, tăng giá trị của doanh nghiệp.

- Chiến lược phân phối: Thẩm định viên cần phân tích chiến lược phân phối sản phẩm của doanh nghiệp để đánh giá sự tác động đến doanh thu hàng năm của doanh nghiệp như thế nào.

- Chiến lược hỗ trợ bán hàng: được thực hiện thông qua những hình thức như quảng cáo, chào hàng, tổ chức hội chợ, triển lãm, các hình thức khuyến mãi, tuyên truyền, cổ động và mở rộng quan hệ với công chúng....

Thẩm định viên cũng cần đánh giá chiến lược hỗ trợ bán hàng nhằm tăng doanh thu, trên cơ sở đó làm gia tăng giá trị của doanh nghiệp.

*2.1.4. Mạng lưới khách hàng*

Thành công của một doanh nghiệp phụ thuộc rất nhiều vào mối quan hệ của doanh nghiệp với khách hàng. Khi cạnh tranh trên thị trường diễn ra ngày càng găy gắt, thì việc thu hút và giữ chân khách hàng là rất khó khăn; do đó xây dựng mạng lưới khách hàng là việc rất quan trọng để có được những khách hàng trung thành của doanh nghiệp.

Cụ thể là để đánh giá mạng lưới khách hàng của doanh nghiệp, thẩm định viên cần dựa vào:

- Chiến lược thu hút khách hàng tiềm năng của doanh nghiệp:

Thẩm định viên cần đánh giá chiến lược khai thác khách hàng tiềm năng của doanh nghiệp như thế nào, với số lượng khách hàng, sự phân tán theo vùng, lợi tức tập quán mua hàng, môi trường văn hóa mà họ chịu ảnh hưởng. Việc đánh giá và phân loại khách hàng tiềm năng theo các tiêu chí về sở thích, thói quen, khả năng tài chính,… sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm thời gian trong việc chinh phục khách hàng.

- Chiến lược giữ khách hàng hiện tại:

Do chi phí của hoạt động thu hút khách hàng mới là rất lớn nên việc tập trung các nỗ lực tiếp thị để duy trì các khách hàng hiện tại là hết sức quan trọng. Việc giữ khách hàng hiện tại có hiệu quả hơn nhiều trong việc làm tăng doanh thu và lợi nhuận. Trên thực tế, chi phí để thu hút một khách hàng mới có thể gấp năm lần chi phí để giữ được một khách hàng hiện tại.

- Chiến lược kinh doanh gồm cả chiến lược tiếp thị, đào tạo và các dịch vụ mà doanh nghiệp cung ứng tới khách hàng.

Doanh nghiệp luôn đặt khách hàng ở vị trí trung tâm, quan tâm tới nhu cầu của khách hàng nhằm đạt được mục đích là duy trì mối quan hệ tốt với khách hàng nhằm đạt được lợi nhuận tối đa trong kinh doanh.

*2.1.5. Đối thủ cạnh tranh*

Đối thủ cạnh tranh là một tổ chức bất kỳ cung ứng, hay trong tương lai có thể cung ứng những sản phẩm và dịch vụ có mức độ lợi ích tương tự hay ưu việt hơn cho khách hàng.

 Áp lực cạnh tranh đòi hỏi các doanh nghiệp phải tìm cách làm cho sản phẩm của mình khác với các đối thủ cạnh tranh. Những yếu tố tạo sự khác biệt là:

- Sản phẩm: đưa ra sản phẩm chất lượng cao hơn, bao bì đẹp hơn.

- Giá: định giá thấp hơn đối thủ, hoặc giảm giá.

- Hệ thống phân phối: ưu đãi cho những thành viên trong kênh phân phối cao hơn đối thủ.

- Quảng cáo và khuyến mãi.

- Phương thức chi trả thuận lợi hơn.

- Nhãn hiệu cùng với chất lượng sản phẩm đã được khách hàng tín nhiệm cũng sẽ giúp cho uy tín của doanh nghiệp tăng lên và đưa doanh nghiệp đạt đến vị thế cao hơn đối thủ.

Khi kinh doanh sản phẩm, các doanh nghiệp thường quan tâm rất nhiều đến nhãn hiệu sản phẩm, một nhãn hiệu ấn tượng sẽ góp phần không nhỏ cho sự thành công của sản phẩm, nó giúp phân biệt sản phẩm của doanh nghiệp với các đối thủ cạnh tranh khác và là công cụ để doanh nghiệp đạt được lợi thế cạnh tranh.

Người ta thường đề cập đến thuật ngữ tài sản nhãn hiệu là giá trị của một nhãn hiệu sản phẩm do uy tín của nhãn hiệu sản phẩm đó mang lại, nó được xem là một trong những dạng tài sản tiềm năng có giá trị cao và tạo điều kiện cho doanh nghiệp đạt lợi thế so với đối thủ cạnh tranh.

2.2. Quản trị doanh nghiệp

Một doanh nghiệp hoạt động hiệu quả tốt hay không phụ thuộc rất nhiều vào việc quản trị doanh nghiệp. Thẩm định viên cần đánh giá việc quản trị doanh nghiệp trên các mặt sau: loại hình doanh nghiệp; cơ cấu tổ chức; công nghệ, thiết bị hiện tại của doanh nghiệp và nguồn nhân lực của doanh nghiệp. Đây là cơ sở để hình thành giá trị của doanh nghiệp.

*2.2.1. Đánh giá loại hình doanh nghiệp*

Các loại hình doanh nghiệp: doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp tư nhân, công ty hợp danh, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần.

Thẩm định viên cần đánh giá chiến lược lựa chọn loại hình doanh nghiệp có phù hợp với yêu cầu phát triển của doanh nghiệp hay không và việc chuyển đổi loại hình sở hữu của doanh nghiệp có phù hợp với các quy luật phát triển của doanh nghiệp hay không. Điều này cũng tác động đến cơ cấu giá trị vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp.

*2.2.2. Đánh giá cơ cấu tổ chức doanh nghiệp*

Tổ chức là quá trình sắp xếp và bố trí các công việc, giao quyền hạn và phân phối các nguồn lực của tổ chức sao cho chúng đóng góp một cách tích cực và có hiệu quả vào mục tiêu chung của doanh nghiệp.

Tổ chức có nội dung rất rộng liên quan đến công tác xây dựng một doanh nghiệp như:

- Xây dựng và tổ chức bộ máy quản lý doanh nghiệp: có bao nhiêu cấp quản lý, tổ chức các phòng ban chức năng, phân công trách nhiệm và quyền hạn của phòng ban cũng như của mỗi cá nhân...;

- Xây dựng hệ thống sản xuất và kinh doanh: có những bộ phận sản xuất kinh doanh nào, phân công chức năng và nhiệm vụ của từng bộ phận....

Bộ máy quản trị doanh nghiệp được thiết lập ra để thực hiện có hiệu quả các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Khi xem xét cơ cấu tổ chức bộ máy quản trị doanh nghiệp, cần chú ý những nhân tố ảnh hưởng sau:

 - Môi trường hoạt động sản xuất kinh doanh đến

 - Mục đích, chức năng hoạt động của doanh nghiệp

- Quy mô của doanh nghiệp

 - Các yếu tố về kỹ thuật, công nghệ sản xuất

- Trình độ của người quản lý, nhân viên và trang thiết bị quản lý

- Một số yếu tố khác: các quy định của pháp luật, phạm vị hoạt động của doanh nghiệp, thị trường của doanh nghiệp...

*2.2.3. Đánh giá công nghệ thiết bị của doanh nghiệp*

Đánh giá công nghệ thiết bị của doanh nghiệp trên các mặt sau: công nghệ hiện tại của doanh nghiệp là lạc hậu hay hiện đại; công suất máy móc thiết bị của doanh nghiệp; sự tác động của công nghệ đến môi trường; chiến lược đổi mới công nghệ của doanh nghiệp

*2.2.4. Đánh giá nguồn nhân lực*

Nhân lực luôn được xem là một yếu tố tạo nên sự thành công của doanh nghiệp. Để đánh giá nguồn nhân lực của doanh nghiệp là tốt hay không thì thẩm định viên cần đánh giá trên các mặt sau: văn hoá của doanh nghiệp thể hiện qua triết lý kinh doanh; chính sách phát triển nguồn nhân lực của doanh nghiệp; tiềm năng nhân sự của doanh nghiệp; năng lực của ban lãnh đạo doanh nghiệp. Đây là những lợi thế để hình thành nên giá trị vô hình của doanh nghiệp.

2.3. Phân tích tài chính doanh nghiệp

Phân tích tài chính doanh nghiệp là nghệ thuật xử lý các số liệu có trong các báo cáo tài chính thành những thông tin hữu ích phục vụ cho việc ra quyết định.

* *Tài liệu sử dụng cho việc phân tích*

Tài liệu chủ yếu sử dụng cho việc phân tích là dựa vào các báo cáo tài chính:

1. Bảng cân đối kế toán

2. Báo cáo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh

* *Phân tích các tỷ số tài chính doanh nghiệp*

Thông qua phân tích các tỷ số tài chính, thẩm định viên có thể xác định tình hình tài chính của doanh nghiệp ở thời điểm hiện tại. Các tỷ số tài chính cũng tạo điều kiện cho việc so sánh “sức khỏe” của doanh nghiệp giữa các thời kỳ và so sánh với các doanh nghiệp khác hay giá trị trung bình của ngành.

Có thể đứng trên các phương diện chủ nợ, chủ sở hữu hay các nhà quản trị của doanh nghiệp để so sánh các tỷ số tài chính với các tỷ số của ngành và với các tỷ số trong quá khứ của doanh nghiệp. Như vậy, các nhận xét và kết quả phân tích sẽ được xem xét một cách toàn diện.

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

- Các tỷ số thanh khoản

- Các tỷ số hoạt động kinh doanh

- Các tỷ số đòn cân nợ

- Các tỷ số lợi nhuận

- Các tỷ số giá trị doanh nghiệp

2.3.1. 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.

a) Công thức tính

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

Trong đó:

+ Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn bao gồm vốn bằng tiền như tiền mặt tồn quỹ, tiền gửi ngân hàng; các khoản thanh toán như các khoản phải thu, các khoản tạm ứng,.. các khoản hàng tồn kho như nguyên vật liệu, công cụ, sản phẩm dở dang, thành phẩm,..

+ Nợ ngắn hạn là những khoản nợ phải trả trong một khoảng thời gian ngắn (thường là dưới 1 năm). Nó được trang trải bằng những tài sản lưu động có thể chuyển đổi thành tiền trong thời kỳ phù hợp với hạn nợ phải trả bao gồm các khoản vay ngắn hạn của ngân hàng hay các tổ chức khác, các khoản nợ dài hạn sắp đến hạn trả, các khoản phải trả người cung cấp, thuế chưa nộp cho ngân sách Nhà nước, các khoản phải trả cán bộ công nhân viên,..

b) Tiêu chuẩn đánh giá:

+ Tỷ số này thường được chấp nhận ở mức:

1<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 xí nghiệp 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.

c) Ý nghĩa:

+ 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.

d) Nhận xét:

* 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.

a) Công thức tính:

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

Trong đó:

* Tài sản lưu động bao gồm: tiền mặt, tiền gửi ngân hàng, các loại chứng khoán có khả năng chuyển đổi thành tiền nhanh và các khoản phải thu.
* Do các loại hàng hóa tồn kho có tính thanh khoản thấp bởi việc biến chúng thành tiền có thể mất khá nhiều thời gian nên không được tính vào tỷ số này.

b) Tiêu chuẩn đánh giá:

* Tỷ số này thường được chấp nhận ở mức:

1<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.

c) Ý nghĩa:

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.

2.3.2. 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.

a) Đặc điểm:

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,...

b) Công thức tính:

Tỷ số vòng quay hàng tồn kho = Giá vốn hàng bán/Hàng hóa tồn kho

Trong đó:

* Giá vốn hàng bán là giá thành sản xuất của sản phẩm đối với doanh nghiệp sản xuất hay giá vốn của hàng hóa đối với doanh nghiệp thương mại.
* Hàng hóa tồn kho bao gồm toàn bộ các loại nguyên vật liệu, sản phẩm dở dang, thành phẩm, hàng hóa,...

*Lưu ý:* Tổng giá vốn của hàng hóa được tạo ra trong suốt năm, song giá trị của hàng tồn kho trong bảng cân đối kế toán là mức tồn kho tại một thời điểm cụ thể và trong nhiều trường hợp tồn kho lại mang tính thời vụ.

Do đó, khi tính toán tỷ số này phải sử dụng mức tồn kho trung bình trong năm, dựa trên kết quả trung bình cộng mức tồn kho hàng tháng.

c) Ý nghĩa:

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

a) Công thức tính:

Kỳ thu tiền bình quân = Các khoản phải thu/Doanh thu bình quân 1 ngày

Trong đó:

Các khoản phải thu là những hóa đơn bán hàng chưa thu tiền, có thể là hàng bán trả chậm, hàng bán chịu hay bán mà chưa thu tiền, các khoản tạm ứng chưa thanh toán, các khoản trả trước cho người bán,...

b) Tiêu chuẩn đánh giá:

 Tỷ số này có thể chấp nhận được thường ở mức:

30 ngày< Kỳ thu tiền bình quân < 60 ngày.

c) Ý nghĩa:

* 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.

d) Lưu ý:

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.

a) Công thức tính:

Hiệu quả sử dụng TSCĐ = Doanh thu thuần/Giá trị TSCĐ

 Trong đó:

Giá trị tài sản cố định là giá trị thuần của các loại tài sản cố định tính theo giá trị ghi trên sổ sách kế toán, tức là nguyên giá của tài sản cố định trừ phần hao mòn tài sản cố định tích lũy đến thời điểm tính toán.

b) Ý nghĩa:

+ 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.

a) Công thức tính:

Tỷ số hiệu quả sử dụng tài sản = Doanh thu thuần/Tổng giá trị tài sản

Trong đó:

Tổng tài sản có là tổng toàn bộ giá trị tài sản của doanh nghiệp bao gồm cả tài sản cố định và tài sản lưu động tại thời điểm tính toán.

b) Ý nghĩa:

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.

2.3.3. CÁC TỶ SỐ ĐÒN CÂN NỢ (TỶ SỐ ĐÒN BẨY)

1) Tỷ số nợ:

a) Công thức tính:

Tỷ số nợ = Nợ phải trả/Tổng tài sản

Trong đó:

+ Tổng số nợ của doanh nghiệp bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn tại thời điểm lập báo cáo tài chính.

+ Tổng tài sản bao gồm tài sản lưu động và tài sản cố định.

b) Tiêu chuẩn đánh giá:

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

c) Ý nghĩa:

+ 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:

a) Công thức tính:

 Tỷ số nợ/Vốn cổ phần = Nợ phải trả/Tổng vốn cổ phần

Trong đó:

Tổng vốn cổ phần bao gồm tổng giá trị của tất cả các khoản mục thuộc quyền sở hữu của các chủ sở hữu.

b) Ý nghĩa:

+ 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:

a) Công thức tính:

Tỷ số khả năng thanh toán lãi vay = EBIT/Lãi nợ vay

Trong đó:

Thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT) phản ánh số tiền mà doanh nghiệp có thể sử dụng để trả lãi vay. Nếu khoản tiền này quá nhỏ hay có giá trị âm (-) thì doanh nghiệp khó có thể trả được lãi. Mặt khác, tỷ số này cũng thể hiện khả năng sinh lời trên các khoản nợ của doanh nghiệp.

b) Tiêu chuẩn đánh giá:

Thông thường, hệ số khả năng trả lãi tiền vay > 2 được xem là thích hợp để đảm bảo trả nợ dài hạn.

c) Ý nghĩa:

+ 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.

2.3.4. 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.

* Ý nghĩa:

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 ròng đối với doanh thu thuần, tổng tài sản có 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.

a) Công thức tính:

###### Tỷ số lợi nhuận ròng /doanh thu = Lợi nhuận thuần/Doanh thu thuần

Trong đó:

Lợi nhuận ròng là khoản lãi sau khi đã trừ các chi phí và thuế thu nhập doanh nghiệp.

b) Ý nghĩa:

+ 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 (ROI):

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

a) Công thức tính:

###### ROI = Lợi nhuận ròng / Tổng tài sản bình quân

Trong đó:

Tổng tài sản bình quân = (Giá trị tài sản đầu năm + Giá trị tài sản cuối năm)/2

b) Ý nghĩa:

+ Thẩm định viên sử dụng giá trị của ROI 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 ROI>WACC: kinh doanh có lãi

+ Nếu ROI = WACC: hòa vốn

+ Nếu ROI < 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.

a) Công thức tính:

##### ROE = Lợi nhuận thuần/Vốn cổ phần thường

b) Ý nghĩa:

- 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.

Thẩm định viên 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.

2.3.5. 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.a) Công thức tính: |  |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|   | Lợi nhuận ròng - Cổ tức ưu đãi |  |
| EPS = |  |  |
|   | Số lượng cổ phiếu phổ thông |  |

b) Ý nghĩa

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.

a) Công thức tính

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Cổ tức chi trả cho mỗi cổ phiếu phổ thông hàng năm |   |
| Hệ số chi trả cổ tức= |  |    |
|  | Thu nhập trên mỗi cổ phiếu |   |

b) Ý nghĩa

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 vì nhà đầu tư chấp nhận một hệ số chi trả cổ tức thấp, dành phần lớn lợi nhận 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.a) Công thức tính |  |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|   | Giá thị trường của cổ phiếu |  |
| P/E  =   |  |  |
|   | Thu nhập của mỗi cổ phiếu |  |

b) Ý nghĩa

+ 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 đó 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.

a) Công thức tính

Tỷ suất thu nhập cổ phần = Thu nhập mỗi cổ phiếu / Giá trị trường mỗi

cổ phiếu

b) Ý nghĩa

- 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) Tỷ số giá trị thị trường / Giá trị kế toán:

a) Công thức tính

Tỷ số giá trị thị trường / Giá trị kế toán = Giá bán cổ phiếu trên thị trường/Giá trị kế toán (mệnh giá) của cổ phiếu

b) Ý nghĩa

Giá trị của tỷ số này càng cao thể hiện uy tín và danh tiếng của công ty trên thị trường càng cao, cụ thể:

* Tỷ số giá trị thị trường / Giá trị kế toán >2: doanh nghiệp có danh tiếng tốt
* Tỷ số giá trị thị trường / Giá trị kế toán 1: doanh nghiệp có uy tín ở mức có thể chấp nhận được.
* Tỷ số giá trị thị trường / Giá trị kế toán <1: thị trường đánh giá rất thấp uy tín của doanh nghiệp.

CHƯƠNG 3

CÁC PHƯƠNG PHÁP THẨM ĐỊNH GIÁ

DOANH NGHIỆP

Phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp là phương pháp ước tính giá trị của doanh nghiệp bằng cách dùng một hoặc nhiều phương pháp thẩm định giá khác nhau.

Theo thông lệ khu vực và quốc tế, có 3 phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp chủ yếu: phương pháp tài sản, phương pháp thu nhập, phương pháp so sánh thị trường. Trong mỗi phương pháp có nhiều kỹ thuật tính toán khác nhau.

1.0. THẢO LUẬN CHI TIẾT VỀ PHƯƠNG PHÁP TÀI SẢN, VỐN HOÁ THU NHẬP VÀ THỊ TRƯỜNG

Để thẩm định giá doanh nghiệp thì phương pháp tài sản tiếp cận từ giá trị thị trường của tổng tài sản của doanh nghiệp vào thời điểm thẩm định giá; phương pháp vốn hóa thu nhập tiếp cận từ thu nhập phát sinh trong tương lai của doanh nghiệp thẩm định giá được vốn hóa về thời điểm hiện tại; phương pháp thị trường tiếp cận từ giá thị trường của các doanh nghiệp tương tự với doanh nghiệp thẩm định giá đã được bán trên thị trường vào thời điểm thẩm định giá.

1.1. Tiếp cận từ tổng tài sản của doanh nghiệp vào thời điểm thẩm định giá - Phương pháp dựa trên cơ sở tài sản

* 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.
* Không phù hợp để thẩm định giá tài sản vô hình (sở hữu trí tuệ, bản quyền tác giả,…).

1.2. Tiếp cận từ thu nhập - Phương pháp vốn hóa thu nhập, phương pháp chiết khấu dòng cổ tức, phương pháp dòng tiền chiết khấu

Riêng cách tiếp cận từ thu nhập thì có sự khác nhau tùy theo đặc điểm hoạt động sản xuất kinh doanh riêng của từng doanh nghiệp mà áp dụng các phương pháp thẩm định giá thích hợp.

*a) Dòng thu ròng*

. Dòng thu ròng là một thuật ngữ chung để chỉ các thu nhập khác nhau từ các đối tượng sở hữu nó. Cần nắm rõ khái niệm dòng thu ròng của doanh nghiệp để áp dụng phương pháp thẩm định giá phù hợp Có các dòng thu ròng chủ yếu sau được sử dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp:

 - Dòng thu nhập ròng: là lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp.

 - Dòng cổ tức: là thu nhập mà cổ đông nhận được mỗi năm khi doanh nghiệp hoạt động sản xuất kinh doanh có lãi (dùng lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp để chia cho cổ đông).

 - Dòng tiền vốn chủ sở hữu: là dòng tiền còn lại sau khi đã trừ toàn bộ chi phí, thuế, lãi vay, nợ vay và trang trải các khoản chi vốn đầu tư cho sự tăng trưởng trong tương lai

 - Dòng tiền thuần của công ty là tổng dòng tiền của tất cả những người có quyền đối với tài sản của công ty, bao gồm các cổ đông, các trái chủ, và các cổ đông cổ phiếu ưu đãi.

*b) Trường hợp áp dụng*

Tuỳ theo đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp mà áp dụng phương pháp thẩm định giá khác nhau: phương pháp vốn hóa thu nhập, phương pháp chiết khấu dòng cổ tức, phương pháp dòng tiền chiết khấu.

- Phương pháp vốn hóa thu nhập chỉ áp dụng được đối với các doanh nghiệp được giả định là tồn tại vĩnh viễn trong tương lai, không có dự định đóng cửa hay ngừng hoạt động trong thời gian sắp tới. Nghĩa là trong tương lai, doanh nghiệp có khả năng tạo ra một dòng thu nhập vĩnh viễn.

Với phương pháp vốn hóa thu nhập giả định rằng doanh nghiệp tạo ra được một khoản thu nhập ròng là ổn định, không tính đến yếu tố lạm phát.

Phương pháp này có ưu điểm là đơn giản, dễ sử dụng, có thể ước tính giá trị doanh nghiệp nhanh; tuy nhiên phương pháp này không tính đến yếu tố lạm phát, nhưng trong thực tế hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp còn bị tác động bởi rất nhiều yếu tố như lạm phát, rủi ro, điều này khiến cho dòng thu nhập của doanh nghiệp không thể ổn định trong tương lai.

- Với ý nghĩa đó, phương pháp vốn hóa thu nhập không áp dụng được khi thẩm định giá doanh nghiệp có dòng thu nhập là không ổn định, thay đổi qua các năm và có lạm phát.

Do đó, phương pháp dòng tiền chiết khấu là phương pháp mở rộng của phương pháp vốn hóa thu nhập, được áp dụng để thẩm định giá doanh nghiệp có dòng thu không ổn định, thay đổi qua các năm và có tính đến yếu tố lạm phát. Dòng tiền ròng của doanh nghiệp gồm có: thu nhập ròng, khấu hao và chênh lệch vốn lưu động.

*c) Tỷ suất chiết khấu*

Khi áp dụng các phương pháp trên ( vốn hóa thu nhập, dòng tiền chiết khấu, chiết khấu dòng cổ tức) đều phải dùng kỹ thuật chiết khấu để hiện giá dòng thu ròng về thời điểm hiện tại bằng tỷ suất chiết khấu.

 Với ý nghĩa đó, khi thẩm định giá doanh nghiệp bằng cách chiết khấu các dòng thu khác nhau trên thì phải sử dụng các tỷ suất chiết khấu phù hợp với dòng thu đó.

1.3. Tiếp cận từ thị trường - Phương pháp thị trường

Phương pháp so sánh thị trường 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 thẩm định với các doanh nghiệp, các lợi ích về quyền sở hữu, hay chứng khoán tương tự đã được bán trên thị trường.

Kết luận

 Mỗi phương pháp trong ba phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp có những ưu nhược điểm khác nhau, thẩm định viên cần tiến hành áp dụng đồng thời ít nhất 2 phương pháp trong thẩm định giá một doanh nghiệp, từ đó có các mức giá chỉ dẫn để tìm ra mức giá cuối cùng của doanh nghiệp cần thẩm định.

2.0. PHƯƠNG PHÁP TÀI SẢN

1) Khái niệm

Là phương pháp ước tính giá trị của doanh nghiệp dựa trên giá trị thị trường của tổng tài sản của doanh nghiệp.

2) Công thức tính:

Giá trị thị trường của doanh nghiệp được tính toán dựa trên bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp và giá trị của vốn chủ sở hữu được tính như sau:

VE = VA – VD

Trong đó: VE: Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu

 VA: Giá trị thị trường của toàn bộ tài sản

 VD: Giá trị thị trường của nợ

Với:

2.1 Giá trị thị trường của toàn bộ tài sản (VA) gồm có:

2.1.1. Tài sản hữu hình

2.1.1.1 Tài sản là hiện vật:

- Tài sản cố định (kể cả tài sản cố định cho thuê)

Giá trị thực tế của tài sản cố định = Nguyên giá tính theo giá thị trường x Chất lượng còn lại của tài sản cố định tại thời điểm định giá.

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

+ Đối những tài sản không có giao dịch phổ biến trên thị trường thì áp dụng các phương pháp thẩm định giá bất động sản, máy thiết bị phù hợp khác để ước tính giá.

 - Hàng hoá, vật tư, thành phẩm:

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

Giá trị thực tế của hàng hoá, vật tư, thành phẩm = Số lượng hàng hoá, vật tư, thành phẩm \* Đơn giá hàng hoá, vật tư, thành phẩm tính theo giá thị trường tại thời điểm định giá \* Chất lượng còn lại của hàng hoá, vật tư, thành phẩm

+ Đối với những hàng hoá, vật tư, thành phẩm không có giá trên thị trường thì xác định theo nguyên giá ghi trên sổ sách kế toán \* Chât lượng còn lại

2.1.1.2. Tài sản bằng tiền gồm tiền mặt, tiền gửi và các giấy tờ có giá (tín phiếu, trái phiếu,...) của doanh nghiệp vào thời điểm thẩm định giá được tính như sau:

a. Tiền mặt được xác định theo biên bản kiểm quỹ.

b. Tiền gửi được xác định theo số dư đã đối chiếu xác nhận với ngân hàng.

c. Các giấy tờ có giá thì xác định theo giá giao dịch trên thị trường. Nếu không có giao dịch thì xác định theo mệnh giá của giấy tờ.

2.1.1.3. Giá trị tài sản ký cược, ký quỹ ngắn hạn và dài hạn được xác định theo số dư thực tế trên sổ kế toán đã được đối chiếu xác nhận vào thời điểm thẩm định giá.

2.1.1.4. 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 căn cứ vào số liệu của bên đối tác đầu tư để xác định.

2.1.1.5. Đối với các khoản phải thu: do khả năng đòi nợ các khoản này có nhiều mức độ khác nhau; nên thông qua việc đối chiếu công nợ, đánh giá tính pháp lý, khả năng thu hồi nợ của từng khoản nợ cụ thể, từ đó loại ra những khoản nợ mà doanh nghiệp không thể đòi được, để xác định giá trị thực tế của các khoản phải thu.

2.1.1.6. Đối với quyền thuê bất động sản tính theo thu nhập thực tế trên thị trường hoặc theo phương pháp chiết khấu dòng thu nhập trong tương lai.

- Nếu doanh nghiệp đã trả tiền thuê một lần cho nhiều năm thì tính lại theo giá thị trường vào thời điểm thẩm định giá.

 Ví dụ: Doanh nghiệp đang thuê đất trong khu công nghiệp đã trả tiền một lầ n cho cả 20 năm là 2 tỷ đồng, thời hạn sử dụng còn lại 10 năm, giá trị quyền thuê đất còn lại trên sổ sách 1 tỷ đồng. Giá thuê trên thị trường của một lô đất tương tự thời hạn 10 năm trả tiền một lần là 125 triệu đồng /năm. Giá trị quyền thuê đất của doanh nghiệp được tính lại như sau:

 125 triệu đồng/năm x 10 năm = 1,25 tỷ đồng

- Nếu doanh nghiệp trả tiền thuê đất hàng năm thì lợi thế về quyền thuê đất tính theo phương pháp chiết khấu dòng thu nhập tương lai.

Ví dụ: Doanh nghiệp đang thuê đất trả tiền thuê hàng năm, thời hạn còn lại 5 năm, giá thuê mỗi năm 100 triệu đồng, giá thuê trên thị trường hiện nay 120 triệu đồng /năm với thời hạn sử dụng 5 năm, tỷ suất chiết khấu thu nhập tương lai 15%

 Giá trị lợi thế quyền thuê đất của doanh nghiệp được tính như sau:

 ( 120 trđ – 100trđ ) x YP @ ( 15%, 5 năm ) = 20 tr \* 3,274394

 ≈ 65,488 tr đồng

 2.1.1.7. Giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp: theo phương pháp này, người ta chỉ thừa nhận giá trị các tài sản vô hình đã được xác định trên sổ kế toán (số dư trên sổ kế toán vào thời điểm thẩm định giá) hoặc lợi thế về quyền thuê tài sản và thường không tính đến lợi thế thương mại của doanh nghiệp.

Giá trị lợi thế thương mại của doanh nghiệp (nếu có) sẽ được xác định trên cơ sở lấy giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp so sánh thị trường, hoặc theo phương pháp thu nhập trừ cho giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp tài sản

 2.2. Giá trị thị trường của nợ (VD): được xác định theo số dư thực tế trên sổ kế toán vào thời điểm thẩm định giá.

3) Ví dụ:

Bảng cân đối kế toán của công ty X

 Ngày 31/12/200X

 Đơn vị tính: Triệu đồng

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Tài sản | Nguồn vốn |  |  |
| I. TSLĐ và đầu tư ngắn hạn- Tiền - Khoản phải thu- Tồn khoII. TSCĐ và đầu tư dài hạn-Tài sản cố định- TSCĐ cho thuê - Đầu tư chứng khoán vào công ty A (14.000 CP) |  36.000 5.7007.300 23.00016.00015.80060  140 | I . Nợ phải trả- Khoản phải trả- Nợ tích lũy- Nợ ngắn hạn- Nợ dài hạnII. Nguồn vốn chủ sở hữu- Vốn chủ sở hữu- Lãi chưa phân phối | 19.6004.3002.3006.0007.00032.40032.000400 |
| Tổng tài sản | 52.000 | Tổng nguồn vốn | 52.000 |

* Tại thời điểm ngày 31/12/200X, các chuyên gia tiến hành ước tính giá trị thị trường các loại tài sản của công ty X và có các thông tin như sau:

- Nhà xưởng có giá trị kế toán là 9.500 tr đồng và giá trị thị trường là 12.100 tr đồng.

- Văn phòng có giá trị kế toán là 4.500 tr đồng và giá trị thị trường là 4.600 tr đồng.

- Các loại máy móc, thiết bị có giá trị kế toán là 1.800 tr đồng và giá trị thị trường là 1.500,574 tr đồng.

- Một số hàng hóa tồn kho có giá trị kế toán là 50 tr đồng và bán thanh lý được 10tr đồng.

 - Công ty có một số khoản nợ khó đòi giá trị kế toán là 300 tr đồng.

 - Thời gian thuê đất của doanh nghiệp còn lại 10 năm, mỗi năm phải trả 200tr đồng, giá thuê trên thị trường hiện nay 250tr đồng/năm

 - Người thuê TSCĐ của doanh nghiệp còn phải trả tiền thuê trong 5 năm nữa , mỗi năm 20tr đồng/năm

 - Giá chúng khoán của Công ty A trên thị trường vào thời điểm thẩm định giá 15.000đ/cổ phiếu

 - Tỷ suất chiết khấu thu nhập tương lai 15%/năm

* Từ các thông tin trên tiến hành xác định lại tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp:

 - Đối với lợi thế quyền thuê đất của doanh nghiệp :

Hiện giá giá trị lợi thế quyền thuê đất của doanh nghiệp theo giá thị trường hiện nay, mỗi năm doanh nghiệp lợi được 50 tr đồng( 250 tr - 200tr), thời gian hưởng lợi 10 năm, tỷ suất chiết khấu 15%

 50 tr \* YP@ 15%,10năm = 50 tr \* 5,018769 ≈ 250,938 tr đồng

 - Đối với giá trị tài sản cho thuê:

Hiện giá TSCĐ cho thuê theo tỷ suất chiết khấu 15% và thời gian cho thuê còn lại 5 năm

 20 tr \* YP@ 15%, 5 năm = 20 tr \* 3,274394 ≈ 65,488 tr đồng

 - Giá trị đầu tư chứng khoán vào Công ty A theo giá thị trường

 15.000 đ /cp \* 14.000 cp = 210 tr đồng

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Tài sản | Giá trị thị trường | Giá trị sổ sách | Chênh lệch |
| I. TSCĐ và đầu tư ngắn hạn- Tiền mặt- Tồn kho- Khoản phải thu II. TSCĐ và đầu tư dài hạn - Nhà xưởng- Văn phòng - Thiết bị- TSCĐ cho thuê - Giá trị đầu tư chúng khoán - Quyền thuê đất  |  35.660 5.71022.9507.00018.72712.1004.6001.500,57465,488210250,938  | 36.0005.70023.0007.30016.0009.5004.5001.800601400 | ( 340 )10 (50)(300)2.727  2.600100(299,426) 5,488 70250,938 |
| Tổng số | 54.387tr đồng | 52.000 tr đồng  | 2.387 tr đồng |

Giá trị thị trường của vốn cổ phần của công ty X thời điểm 31/12/200X được tính như sau:

 VE = 54.387 - (4.300+2.300+6.000+7.000) = 34.787 tr đồng.

4) Điều kiện áp dụng

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

5) Ưu, nhược điểm:

+ Ưu: Đơn giản, dễ thực hiện, không đòi hỏi những kỹ năng tính toán phức tạp.

+ Nhược: Phát sinh một số chi phí do phải thuê chuyên gia đánh giá tài sản; Không thể loại bỏ hoàn toàn tính chủ quan khi tính giá trị doanh nghiệp; Việc định giá doanh nghiệp dựa vào giá trị trên sổ sách kế toán, chưa tính được giá trị tiềm năng như thương hiệu, sự phát triển tương lai của doanh nghiệp.

6) Hạn chế

Phương pháp này bị giới hạn 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,…

3.0. PHƯƠNG PHÁP VỐN HÓA THU NHẬP

1) Khái niệm

Là phương pháp ước tính giá trị của doanh nghiệp, lợi ích thuộc sở hữu của doanh nghiệp hoặc chứng khoán bằng cách chuyển đổi các lợi ích dự đoán trong tương lai thành giá trị vốn.

2) Công thức tính

Giá trị hiện tại của doanh nghiệp = Thu nhập ròng / Tỷ suất vốn hóa

- Thu nhập có khả năng nhận được là những khoản thu nhập phát sinh trong tương lai.

- Tỷ suất vốn hoá là một số tính theo % dùng để chuyển giá trị thu nhập trong tương lai thành giá trị vốn ở thời điểm hiện tại. Thông thường tỷ suất vốn hóa được sử dụng là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu / vốn cổ phần, đó là tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư

3) Ví dụ: Thu nhập ròng (thu nhập sau thuế thu nhập doanh nghiệp) của công ty X dự kiến trong tương lai mỗi năm là 2 tỷ đồng, biết tỷ suất vốn hóa là 10%/năm.

4) Điều kiện áp dụng

Phương pháp này áp dụng trong trường hợp doanh nghiệp hoạt động liên tục, tiếp tục hoạt động trong tương lai; nghĩa là giả định rằng doanh nghiệp không có dự định và cũng không cần phải đóng cửa, sáp nhập hay cắt giảm các hoạt động chính yếu của mình trong tương lai.

Trên cơ sở đó thẩm định viên xem xét doanh nghiệp sẽ tiếp tục hoạt động mãi mãi, tạo ra thu nhập vĩnh viễn.

5) Ưu nhược điểm

+ Ưu điểm: Đơn giản, dễ sử dụng, dựa trên cơ sở tài chính để tính toán nên rất khoa học.

+ Nhược điểm: Việc xác định tỷ lệ vốn hoá chính xác là phức tạp do phụ thuộc vào ngành nghề sản xuất kinh doanh mà từng doanh nghiệp đang hoạt động; đồng thời giả định doanh nghiệp có thu nhập ổn định vĩnh viễn là điều khó hiện thực trong bối cảnh cạnh tranh mạnh mẽ trên thị trường hiện hay.

4.0. PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG CỔ TỨC

4.1. Cổ tức tăng trưởng ổn định (Mô hình tăng trưởng Gordon):

1) Khái niệm

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

2) Công thức tính:

Trong trường hợp này, cổ tức dự kiến hàng năm là một khoản tiền ổn định (DIV = DIV1 = DIV2 = ...), và dòng cổ tức tương lai của công ty có tỷ lệ tăng trưởng dự kiến hàng năm ổn định (g) và công ty được coi là tồn tại vĩnh viễn thì giá trị vốn chủ sở hữu của công ty được tính theo công thức:

Trong đó:

 DIV : Cổ tức dự kiến chia cho cổ đông đều hàng năm.

 r : Tỷ suất sinh lợi mong muốn trên vốn cổ phần.

 g : Tỷ lệ tăng trưởng dự kiến ổn định hàng năm.

3) Ví dụ: Công ty X dự kiến từ năm kế tiếp sẽ chia cho các chủ sở hữu mỗi năm là 1,5 tỷ đồng, biết suất sinh lợi mong muốn trên thị trường của vốn cổ phần công ty là 10%/năm và cổ tức tăng trưởng hàng năm là 5% thì giá trị vốn chủ sở hữu của công ty X sẽ là:

4) Điều kiện áp dụng

Áp dụng đối với các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định. Cụ thể là:

* Mô hình tăng trưởng Gordon phù hợp nhất đối với những công ty có chính sách chi trả cổ tức trong dài hạn hợp lý.
* Mô hình tăng trưởng Gordon đặc biệt phù hợp đối với những công ty dịch vụ công ích có tăng trưởng ổn định.

### 5) Ưu nhược điểm:

* + Ưu: Là một phương pháp ước tính giá trị doanh nghiệp đơn giản và tiện lợi.
	+ Nhược:

+ 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.

### 4.2. Mô hình dòng cổ tức vô hạn và không đổi (g = 0%)

1) Khái niệm

Mô hình dòng cổ tức vô hạn và 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.

2) Công thức tính:

Trong trường hợp dòng cổ tức được dự kiến là một khoản tiền ổn định (DIV = DIV1 = DIV2 = ...), công ty tồn tại vĩnh viễn và tỷ lệ tăng trưởng g=0% thì giá trị vốn chủ sở hữu của công ty được tính như sau:

3) Ví dụ: Công ty X dự kiến từ năm kế tiếp sẽ chia cho các chủ sở hữu mỗi năm là 1,5 tỷ đồng, biết suất sinh lợi mong muốn trên thị trường của vốn cổ phần công ty là 10%/năm.

Giá trị vốn chủ hữu của công ty được tính như sau:

4) Điều kiện áp dụng

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.

5) Nhược điểm

Khó áp dụng do trong thực tế cổ tức thường không chia hết cho cổ đông, mà để lại một phần để tái đầu tư.

4.3. Cổ tức tăng trưởng không ổn định (g không đều) - Mô hình chiết khấu cổ tức nhiều giai đoạn:

1) Khái niệm

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).

2) Công thức tính:

Giá trị vốn chủ sở hữu = Hiện giá dòng cổ tức + Giá trị cuối cùng quy về hiện tại.

 Trong đó:

Vo = Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty thời điểm hiện tại

DIVt = Cổ tức dự kiến năm t

r = Suất sinh lợi mong đợi

Vn = Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty cuối năm n

gn = Tỷ lệ tăng trưởng (mãi mãi) sau năm n

3) Ví dụ: Sử dụng các dữ liệu về cổ tức của công ty X với cổ tức năm 1 là 1,5 tỷ đồng, giả sử tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của năm 2 và 3 của công ty là g1 = 8%, và của năm 4 và 5 là g2 = 7% và từ năm thứ 6 trở đi thì tăng trưởng ổn định là g3 = 5%/năm.

Cổ tức hàng năm của công ty là:

DIV1 = 1,5 tỷ đồng

DIV2 = DIV1(1+g1) = 1,5(1+0,08) = 1,62 tỷ đồng

DIV3 = DIV1(1+g1)2 = 1,5(1+0,08)2 = 1,7496 tỷ đồng

DIV4 = DIV3(1+g2) = 1,7496(1+0,07) = 1,872 tỷ đồng

DIV5 = DIV3(1+g2)2 = 1,7496(1+0,07)2 = 2,003 tỷ đồng

DIV6 = DIV5(1+g3) = 2,003(1+0,05) = 2,103 tỷ đồng

Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty ở thời điểm hiện tại là:

V = (1,5\*0,9091)+(1,62\*0,8264)+(1,7496\*0,7513)+(1,872\*0,6830)

 + (44,063\*0,6209)

#### V = 32,65 tỷ đồng

4) Điều kiện áp dụng

Thông thường, áp dụng đối với một số công ty có quyền chế tác trên sản phẩm rất có lãi trong vài năm tới và dự kiến có mức tăng trưởng đặc biệt trong suốt thời gian đó. Khi quyền chế tác hết hạn, công ty dự kiến sẽ quay về mức tăng trưởng ổn định.

5) Nhược điểm

+ Việc xác định chính xác độ dài thời gian tăng trưởng trong 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 cũng có thể dẫn đến giá trị doanh nghiệp tính theo mô hình tăng trưởng Gordon ở giai đoạn này sai lệch rất lớn.

5.0. PHƯƠNG PHÁP DÒNG TIỀN CHIẾT KHẤU

Có 2 trường hợp ước tính giá trị doanh nghiệp bằng cách chiết khấu dòng tiền:

* Ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp;
* Ước tính 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.

5.1. Ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp

1) Khái quát:

Giá trị vốn chủ sở hữu của 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).

Trong đó:

#### Dòng tiền vốn chủ sở hữut = Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến vào thời điểm t

 ke  = Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu / vốn cổ phần

PV = Giá trị hiện tại

2) Tính dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE):

FCFE là dòng tiền còn lại sau khi chi trả các khoản vay và lãi vay, trang trải các khoản chi vốn và đầu tư các tài sản mới cho sự tăng trưởng trong tương lai. FCFE được tính như sau:

FCFE = Lợi nhuận ròng + Khấu hao – Các khoản chi vốn – Tăng (giảm) vốn lưu động – Các khoản trả nợ gốc + Các khoản nợ mới

3) Các mô hình chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu:

a) 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 công ty 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 đợi.

Trong đó:

 Vo = Giá trị vốn chủ sở hữu công ty thời điểm hiện tại

 FCFE1 = Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến trong năm tới

 r ( ke ) = Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty

 g = Tỷ lệ tăng trưởng FCFE mãi mãi

Ví dụ: FCFE của công ty X dự kiến trong năm tới là 1,3 tỷ đồng, chi phí vốn chủ sở hữu của công ty 10%, tỷ lệ tăng trưởng ổn định 5%/năm

  tỷ đồng

- Điều kiện áp dụng

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

b) 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 công ty 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:

Trong đó:

Vo = Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty thời điểm hiện tại

FCFEt = Dòng tiền vốn chủ sở hữu dự kiến năm t

r ( ke) = Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty

Vn = Giá trị vốn chủ sở hữu của công ty cuối năm n

gn = Tỷ lệ tăng trưởng (mãi mãi) sau năm n

 Ví dụ: FCFE của Công ty X dư ̣kiến trong năm thứ 1 là 1,3 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng năm thứ 2 va ̀thứ 3 là g1 = 5% , năm thứ 4 và năm thứ 5 là g2 = 3%, năm thứ 6 trở đi ổn định là g3 = 2%, chi phí vốn chủ sở hữu là 10%

FCFE1 = 1,3 tỷ đ

FCFE2 = 1,3 tỷ đ x (1,05) = 1,365 tỷ đ

FCFE3 = 1,365 tỷ đ x (1,05) = 1,433tỷ đ

FCFE4 = 1,433 tỷ đ x (1,03) = 1,476 tỷ đ

FCFE5 = 1,476 tỷ đ x (1,03) = 1,520tỷ đ

FCFE6 = 1,520 tỷ đ x (1,02) = 1,551 tỷ đ

  tỷ đ



 = 1,182 tỷđ + 1,128 tỷđ + 1,076 tỷđ + 1,008 tỷđ + 12,976 tỷđ = 17,37 tỷ đồng

- Điều kiện áp dụng:

Mô hình này có cùng các giả thiết về sự tăng trưởng như mô hình chiết khấu cổ tức nhiều giai đoạn nên cũng được áp dụng đối với các công ty có lãi trong vài năm tới và dự kiến có mức tăng trưởng đặc biệt trong suốt thời gian đó và sau đó công ty 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 công ty 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.

5.2. Ước tính giá trị toàn bộ doanh nghiệp

1) Khái quát:

Giá trị doanh nghiệp được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền dự kiến của doanh nghiệp (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 (chi phí sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp được tính bình quân gia quyền theo tỷ trọng giá trị thị trường của từng yếu tố).

Trong đó:

Dòng tiền của công tyt = Dòng tiền kỳ vọng của công ty tại thời điểm t

 WACC = chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

2) Dòng tiền thuần của công ty:

Dòng tiền thuần của công ty là tổng dòng tiền của tất cả những người có quyền đối với tài sản của công ty, 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 (FCFF):

- Cách 1: Cộng các dòng tiền của những người có quyền đối với tài sản của công ty:

FCFF = FCFE + Chi phí lãi vay (1-Thuế suất) + Các khoản trả nợ gốc

- Các chứng khoán nợ mới + 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(1-Thuế suất) + Chi phí khấu hao

- Chi vốn - Tăng giảm vốn lưu động.

Hai cách trên sẽ cho ra các giá trị ước lượng dòng tiền như nhau.

3) 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 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 thẩm định giá.

4) 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 sở hữu (chẳng hạn từ doanh nghiệp sở hữu công 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 được giá trị doanh nghiệp trong trường hợp này thì dòng tiền dự kiến phải phản ảnh 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 rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

- Đối với các 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 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 có sẵn ở các doanh nghiệp này.

5) Các mô hình ước tính giá trị công ty bằng FCFF:

Giá trị công ty 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 sỡ hữu, thì việc sử dụng mô hình FCFF để ước tính giá trị công ty cũng phụ thuộc vào những giả định về sự tăng trưởng trong tương lai.

a) Công ty tăng trưởng ổn định:

# - Khái niệm

# Mô hình FCFF tăng trưởng ổn định là mô hình ước tính giá trị công ty với tỷ lệ tăng trưởng ổn định.

# - Công thức tính:

Một công ty 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 sau:

Trong đó:

 V0: giá trị công ty.

 FCFF1 = FCFF dự kiến năm tới

 WACC = chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

 g = tỷ lệ tăng trưởng FCFF (mãi mãi)

Ví dụ: Dự kiến FCFF Công ty X trong năm tới là 1,76 tỷ đồng, lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm 10%, lợi nhuận trên danh mục các loại chứng khoán 15%, hệ số rủi ro liên quan đến chứng khoán vốn 1,2 , lãi suất các khoản nợ của Công ty 10%, 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.

 Chi phí vốn cổ phần ke = 10% + 1,2 (15% - 10%) =16%

 

 Giá trị của Công ty  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 khá nhạy cảm với những giả thiết về tỷ lệ tăng trưởng dự kiến.

# b) Dạng mô hình FCFF tổng quát:

# - Công thức tính:

+ Trong đa số các trường hợp, giá trị của công ty có thể được tính bằng hiện giá FCFF dự kiến:

Trong đó:

FCFFt = dòng tiền thuần của công ty năm t

Giá trị công ty được tính bằng cách chiết khấu FCFF theo WACC.

+ Nếu công ty đạt trạng thái ổn định sau n năm và bắt đầu tăng trưởng với tỷ lệ tăng trưởng ổn định gn sau đó, giá trị công ty có thể tính như sau:

- Phạm vi áp dụng:

Sử dụng mô hình FCFF để định giá các công ty có đòn bẩy tài chính cao hay đang thay đổi đòn bẩy tài chính là tốt nhất. 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 là một phần nhỏ trong toàn bộ giá trị của công ty, 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 thâu 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 vài năm tới.

Ví dụ: FCFF năm thứ 1 của Công ty X là 1.76 tỷ đồng, tỷ lệ tăng trưởng FCFF năm thứ 2 và thứ 3 là g1 = 5% , năm thứ 4 và thứ 5 là g2 = 3% và từ năm thứ 6 tăng trưởng ổn định là g3 = 2%/ năm, WACC 13,8% .

FCFF1 = 1,76tỷđ

FCFF2 = 1,76 tỷđ (1,05) = 1,848 tỷđ

FCFF3 = 1,848 tỷđ (1,05) = 1,904 tỷđ

FCFF4 = 1,904 tỷđ (1,03) = 1,9986 tỷđ

FCFF5 = 1,9986 tỷđ (1,03) = 2,0585 tỷđ

FCFF6 = 2,0585 tỷđ (1,02) = 2,0996 tỷđ

V5 = tỷ đồng

V0 = 

=  15,586 tỷ đồng

6.0. PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH THỊ TRƯỜNG

1) Khái niệm

Phương pháp so sánh thị trường 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 thẩm định 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.

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) Các phương pháp ước tính giá trị doanh nghiệp dựa vào thị trường

- 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 đang thẩm định và thị trường ước tính giá trị các doanh nghiệp này tương đối chính xác.

- Tỷ số giá / doanh thu cũng được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp, với tỷ số giá / doanh thu bình quân của các công ty có những đặc điểm tương tự được sử dụng cho mục đích so sánh.

Ngoài 2 tỷ số trên được ứng dụng khá phổ biến thì một số tỷ số khác cũng được dùng để thẩm định giá doanh nghiệp như: thị giá / thư giá, thị giá so với dòng tiền, thị giá so với cổ tức, thị giá so với giá trị thay thế.

\*) Phương pháp tỷ số giá bán / Thu nhập (P/E:The Price-Earning Ratio):

*a)* Công thức tính:

Giá trị doanh nghiệp được tính theo công thức sau:

V = Lợi nhuận ròng dự kiến \* P/E

Trong đó:

Với: PS: giá mua bán cổ phần trên thị trường

 EPS: thu nhập dự kiến của mỗi cổ phần được tính như sau:

*EPS = Lợi nhuận ròng dự kiến / N*

 N: số lượng cổ phần đã phát hành

Tỷ số P/E của các công ty lớn tại các quốc gia phát triển được công bố hàng ngày trên các tờ báo chuyên ngành và trên mạng INTERNET.

*b)* Ví dụ: Giả sử công ty X có lợi nhuận ròng dự kiến: 1.250.000.000 đ vào thời điểm thẩm 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 yều tố gần giống Công ty X nhất.

 Do vậy có thể chọn chỉ số P/E trung bình của các doanh nghiệp này ( [31 + 32 + 33] / 3 = 32 ) để ước tính giá trị của Công ty X

 Giá trị thị trường của Công ty X = 1.250.000.000đ x 32 = 40 tỷ đồng

*c)* 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 thẩm định và thị trường của các doanh nghiệp này tương đối chính xác. Thông thường nên chọn tỷ số P/E bình quân của từ 3 đến 5 doanh nghiệp trong ngành có quy mô tương tự có thể so sánh được với doanh ngiệp cần thẩm định giá.

*d)* Ý nghĩa của tỷ số P/E:

- Tỷ số P/E sẽ càng cao khi triển vọng gia tăng lợi nhuận hàng năm của công ty càng cao và mức độ rủi ro đối với lợi nhuận càng thấp.

- Khi tỷ số P/E của công ty này có giá trị cao hơn so với công ty khác, thì chứng tỏ công ty đó được thị trường đánh giá là có triển vọng gia tăng lợi nhuận cao hơn.

4) Ưu nhược điểm

* Ưu điểm: Các tỷ số khá đơn giản và dễ dàng tiếp cận.
* Nhược điểm:

- Các tỷ số 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 thẩm định giá.

- Các tỷ số 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 được các doanh nghiệp có thể so sánh với doanh nghiệp cần thẩm định giá trên thị trường.

7.0. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH LƯỢNG LỢI THẾ THƯƠNG MẠI

1) Khái niệm

 Đây là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp có tính đến lợi thế thương mại của doanh nghiệp. Theo phương pháp 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. Giá trị lợi thế thương mại của doanh nghiệp được tính bằng hiện giá 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.

2) Công thức tính

 V0 = A + VGW

 Trong đó:

 V0 : Giá trị doanh nghiệp

 A : Giá trị tài sản của doanh nghiệp

 VGW : Giá trị lợi thế thương mại và được xác định như sau

 VGW = 

 Với:

 Rt : lợi nhuận năm t

 At : giá trị tài sản năm t

 r : tỷ suất lợi nhuận “bình thường” (bình quân phổ biến của ngành)

 Rt - r.At : siêu lợi nhuận năm t

 i : tỷ suất chiết khấu

3) Các mô hình lựa chọn Rt , r , At

 Có nhiều cách (mô hình) lựa chọn Rt , r , At để xác định giá trị lợi thế thương mại, cụ thể được tổng hợp theo bảng sau đây:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Mô hình | R | Rt | At |
| 1. UEC (Hiệp hội các nhà kế toán châu Âu)  | Chi phí sử dụng vốn trung bình các nguồn vốn trung và dài hạn  (WACC) | Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) | Tổng tài sản hữu dụng |
| 2. Anglo – Saxons | Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu ( ke ) | Lợi nhuận thuần  | Giá trị tài sản thuần (vốn chủ sở hữu) được đánh giá lại |
| 3. 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 |

4) Ưu điểm và hạn chế của phương pháp

*4.1. Ưu điểm*

 - Giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp này phản ánh sát hơn giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp tài sản do có tính đến giá trị tài sản vô hình

 - Phương pháp này có thể bù trừ các sai sót có thể xảy ra trong quá trình xác định giá trị tài sản thuần của doanh nghiệp theo phương pháp tài sản; nếu giá trị tài sản ( At ) được đánh giá cao lên sẽ làm giảm giá trị lợi thế thương mại, va ngược lại.

*4.2 Hạn chế của phương pháp*

 - Trong cơ chế thị trường, khó có một doanh nghiệp nào có thể duy trì được lợi thế so sánh một cách lâu dài. Do đó rất khó có thể dự đoán chính xác thời hạn tồn tại của lợi nhuận siêu ngạch của doanh nghiệp.

 - Phương pháp này là sự kết hợp giữa hai phương pháp giá trị tài sản thuần và vốn hoá thu nhập nên nó cũng mang tính hạn chế của các phương pháp này.

 - Giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp này phụ thuộc rất nhiều vào các tham số r, At , Rt . Vì vậy nếu thiếu cân nhắc kỹ lưỡng trong chọn lựa cũng như xác định không chính xác các tham số này sẽ dẩn đến kết luận sai lầm hoặc chủ quan về giá trị doanh nghiệp

CHƯƠNG 4

THẨM ĐỊNH GIÁ PHỤC VỤ CỔ PHẦN HÓA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

 Ở Việt Nam, cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước đang được thực hiện để chuyển đổi mô hình các doanh nghiệp nhà nước sang công ty cổ phần. Vấn đề đặt ra hiện nay là việc xác định giá trị doanh nghiệp, phục vụ cho mục đích cổ phần hoá phải phù hợp với thị trường nhằm tránh thất thoát nguồn vốn ngân sách nhà nước.

 Thời gian qua, việc xác định giá trị doanh nghiệp cho cổ phần hoá đã đạt được những thành tựu nhất định, nhưng vẫn còn tồn tại một số hạn chế trong phương pháp hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp cho cổ phần hoá theo nghị định 187/2004/NĐ-CP của Chính phủ. Hiện nay, việc xác định giá trị doanh nghiệp cho cổ phần hóa thực hiện theo Nghị định số 109/2007/NĐ-CP về việc chuyển doanh nghiệp 100 % vốn nhà nước thành công ty cổ phần.

1.0. Thực trạng về xác định giá trị doanh nghiệp cho cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước

1.1. Thực trạng hoạt động của DNNN

Hiệu quả hoạt động của DNNN chưa tương xứng với tiềm năng và yêu cầu phát triển; chưa giảm được nhiều tình trạng xóa nợ, giãn nợ, bù lỗ,… Cụ thể là:

 - Năm 2005, mặc dù số doanh nghiệp có lãi chiếm tới 79,4% nhưng số có mức lãi bằng hoặc cao hơn lãi suất huy động vốn của ngân hàng thương mại chỉ khoảng 40%. Nếu tính đủ chi phí phát sinh trong kỳ như khấu hao tài sản cố định, các khoản trích dự phòng phải thu khó đòi, giảm giá tồn kho, xử lý nợ khó đòi thì lãi thực tế sẽ thấp hơn rất nhiều. Tuy tổng số nộp ngân sách của khu vực DNNN khá lớn nhưng chủ yếu là thuế gián thu.

 - Nợ xấu của các DNNN tuy đã có xu hướng giảm so với những năm trước nhưng vẫn còn lớn, trong khi khả năng thanh toán nợ rất hạn chế. Không ít DNNN kinh doanh rất kém hiệu quả, không có khả năng thanh toán nợ, ảnh hưởng đến tình hình tài chính của cả khu vực DNNN nói chung, và các ngân hàng thương mại nhà nước.

 - Năng lực cạnh tranh của khu vực DNNN so với DN nước ngoài còn ở mức độ yếu, chi phí sản xuất, giá thành cao, nhất là các chi phí về quản lý, tiêu hao nguyên vật liệu, chi phí khấu hao, gây lãng phí, thất thoát lớn. Phần lớn các DNNN có trình độ trang thiết bị, công nghệ lạc hậu so với mức trung bình của thế giới, công suất huy động thấp dẫn đến chi phí khấu hao trên đơn vị sản phẩm cao; nhiều DN chỉ đạt hiệu suất sử dụng tài sản cố định 50-60%. Tỷ lệ lao động dôi dư khoảng 20% và lao động gián tiếp lớn, thiếu lao động tay nghề cao, năng suất lao động thấp.

 - Tốc độ tăng trưởng bình quân trong thời kỳ 2001-2005 của khu vực DNNN thấp hơn nhiều so với khu vực khác, mặc dù có những thuận lợi hơn so với các thành phần kinh tế khác và chưa tương xứng với các nguồn lực nhà nước đã đầu tư.

1.2. Những khó khăn trong quá trình cải cách, chuyển đổi

Đổi mới các DNNN là công việc khó khăn, vì đây là khu vực được bao cấp lớn nhất ở nước ta, đặc biệt là trong lĩnh vực công nghiệp. Các xí nghiệp quốc doanh sở hữu hầu hết cơ sở vật chất kỹ thuật, cán bộ kỹ thuật và công nhân lành nghề của nền kinh tế. Do được sự bao cấp của Nhà nước, trình độ quản lý yếu kém và sức ỳ rất lớn nên việc đổi mới diễn ra chậm chạp.

Những khó khăn chủ yếu trong quá trình cải cách, chuyển đổi liên quan đến vấn đề xác định giá trị doanh nghiệp cho cổ phần hóa:

- Hệ thống văn bản pháp luật của Nhà nước chưa đầy đủ, đồng bộ

- Các tổ chức định giá yếu về chuyên môn nghiệp vụ thẩm định giá, chưa được đào tạo sâu về chuyên môn thẩm định giá doanh nghiệp.

- Mối quan hệ giữa cổ phần hóa và thị trường chứng khoán chưa chặt chẽ.

- Trình độ và kiến thức của cán bộ, nhân viên doanh nghiệp nhà nước về công ty cổ phần, thị trường tài chính và thị trường chứng khoán còn hạn chế.

1.3. Những khó khăn này ảnh hưởng đến hoạt động thẩm định giá (rủi ro nghề nghiệp)

Trong quá trình thực hiện nghị định 187/2004/NĐ-CP đã gặp phải những vấn đề khó khăn về hành lang pháp lý nhà nước chưa đầy đủ, đồng bộ; trình độ chuyên môn nghề nghiệp về thẩm định giá của thẩm định viên chưa cao, chủ yếu sử dụng phương pháp tài sản, chưa áp dụng các phương pháp thẩm định giá khác khi tiến hành tính giá trị doanh nghiệp, lúng túng khi định giá các tài sản chuyên dụng như nhà cửa, vật kiến trúc,… nên kết quả định giá doanh nghiệp cho ổ phần hóa chưa sát giá thị trường. Mặt khác, trình độ hiểu biết của các doanh nghiệp đa làm thủ tục cổ phần hóa về thị trường tài chính, thị trường chứng khoán còn hạn chế nên phần nào cũng làm chậm công việc thẩm định giá, ảnh hưởng đến tiến trình cổ phần hóa. Cụ thể là:

- Hệ thống văn bản làm hành lang pháp lý cho hoạt động thẩm định giá chưa đầy đủ, đồng bộ, đang trong quá trình xây dựng và hoàn thiện nên đã gây nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp thẩm định giá khi thực hiện dịch vụ.

- Các tổ chức định giá trong nước yếu về chuyên môn nghiệp vụ thẩm định giá nên chất lượng dịch vụ thẩm định giá do các tổ chức định giá thực hiện chưa cao.

Tư vấn, định giá doanh nghiệp thông qua tổ chức định giá là nghiệp vụ mang tính chuyên nghiệp. Tuy nhiên, chất lượng dịch vụ tư vấn, xác định giá trị doanh nghiệp của các tổ chức định giá còn hạn chế, chưa đáp ứng được các yêu cầu thực tế. Nhiều tổ chức định giá yếu về chuyên môn nghiệp vụ, chưa thể hiện tính độc lập nên trong quá trình định giá còn phụ thuộc vào ý kiến của doanh nghiệp cổ phần hóa

- Mối quan hệ giữa cổ phần hóa và thị trường chứng khoán chưa chặt chẽ

Việc xác định giá trị doanh nghiệp chưa gắn kết với tư vấn xây dựng phương án cổ phần hóa, bán đấu giá cổ phần và niêm yết, đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán; sau khi cổ phần hóa , các công ty cổ phần không thực hiện niêm yết, đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán, do đó số lượng doanh nghiệp cổ phần hóa tăng, nhưng hàng hóa trên thị trường chứng khoán vẫn không tăng hoặc tăng chậm.

- Trình độ và kiến thức của doanh nghiệp thực hiện cổ phẩn hóa về công ty cổ phần, thị trường tài chính và thị trường chứng khoán còn hạn chế.

Khả năng hiểu biết của lãnh đạo các doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa về công ty cổ phần, thị trường tài chính, thị trường chứng khoán còn rất hạn chế nên hầu hết các doanh nghiệp chưa thể tự tiến hành xác định giá trị doanh nghiệp hoặc nếu tự xác định giá trị doanh nghiệp thì kết quả cũng không phản ánh được thị trường.

Với những khó khăn trên đã ảnh hưởng đến hoạt động thẩm định giá là chất lượng của các dịch vụ thẩm định giá thấp, cung cấp những hóa kém chất lượng cho thị trường chứng khoán. Chính điều này làm cho rủi ro nghề nghiệp đối với thẩm định viên rất cao. Do đó, để phòng ngừa rủi ro cho thẩm định viên và bảo vệ quyền lợi cho khách hàng thì việc mua bảo hiểm nghề nghiệp cho thẩm định viên là quy định bắt buộc đối với các doanh nghiệp thẩm định giá.

Bảo hiểm nghề nghiệp cho thẩm định viên sẽ là công cụ giúp nâng cao tinh thần trách nhiệm của thẩm định viên khi thực hiện dịch vụ của mình và bảo vệ quyền lợi của khách hàng trong trường hợp kết quả thẩm định giá sai lệch, gây thiệt hại cho khách hàng.

1.4. Thị trường chứng khoán đang bùng nổ có thể là một hướng tháo gỡ cho khó khăn trong thẩm định giá doanh nghiệp nhà nước để cổ phần hóa

Thị trường chứng khoán là nơi trưng bày hàng hóa là các cổ phiếu của các công ty cổ phần một cách công khai, với đầy đủ các thông tin về các cổ phiếu công ty giúp các nhà đầu tư dễ dàng trong việc lựa chọn danh mục đầu tư hiệu quả, có thể chọn mua hàng hóa có chất lượng hơn trên cơ sở so sánh, phân tích và loại bỏ những hàng hóa khác. Từ đó, các nhà đầu tư có cơ hội tham gia vào việc quản lý công ty, các công ty cổ phần có điều kiện thu hút được nhiều nguồn vốn nhàn rỗi từ nhiều nhà đầu tư tiềm năng, phát triển nguồn vốn ngày càng đa dạng hơn; gắn liền việc quản lý sản xuất kinh doanh với nguồn vốn huy động.

Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước đã và đang tạo chuyển biến cơ bản trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước và bước đầu đã gắn với thực hiện bán cổ phần, niêm yết, đăng ký giao dịch tại các trung tâm giao dịch chứng khoán. Xác định giá trị doanh nghiệp cho cổ phần hóa thông qua các tổ chức định giá trung gian và cơ chế đấu giá công khai theo nghị định 187/2004/ NĐ-CP đã thực sự đưa vào thị trường chứng khoán những hàng hóa có chất lượng. Thị trường chứng khoán ngày càng có nhiều hàng hóa có chất lượng được niêm yết và giao dịch, tạo điều kiện thu hút các nhà đầu tư tiềm năng đầu tư vốn vào các công ty cổ phần, gắn nguồn vốn của các nhà đầu tư với hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.

Thị trường chứng khoán đang bùng nổ hiện nay ở Việt Nam có thể là một hướng tháo gỡ cho khó khăn trong việc xác định giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp nhà nước theo nghị định 187/2004/NĐ-CP chưa sát với giá thị trường; nghĩa là giá trị doanh nghiệp được xác định theo nghị định 187/2004/NĐ-CP chỉ là căn cứ để xây dựng phương án cổ phần hóa và giá trị thực của cổ phiếu sẽ do thị trường quyết định, thông qua việc đấu giá công khai. Vì vậy, nếu việc xác định giá trị doanh nghiệp chưa thực sự chính xác thì việc đấu giá cổ phần sẽ khắc phục được nhược điểm này và giá trị thực của nó sẽ là giá thị trường mà người mua chấp nhận.

Nội dung gắn việc xác định giá trị doanh nghiệp với đấu giá cổ phần công khai lần đầu đối với các doanh nghiệp nhà nước khi chuyển sang công ty cổ phần theo nghị định 187/NĐ-CP thực sự đã đem lại hiệu quả rất lớn cho nhà nước trong việc thu lại nguồn vốn nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước. Đây là một trong những thành công của nghị định 187/2004/NĐ-CP trong việc hướng dẫn xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần.

1.5. Thuận lợi và khó khăn

*a) Những thuận lợi*

- Đã hình thành hệ thống văn bản về cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước: Nghị định của Chính phủ, các thông tư hướng dẩn của Bộ Tài chính, trong đó có quy định và hướng dẩn về xác định giá trị doanh nghiệp.

- Các văn bản này đã được chỉnh sửa qua thực tiển cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước, ngày càng tiếp cận với thông lệ thẩm định giá quốc tế.

 *b) Một số hạn chế*

Bên cạnh những thuận lợi trên, còn tồn tại một số hạn chế sau:

* Hệ thống văn bản pháp luật của Nhà nước chưa đầy đủ, đồng bộ.
* Việc định giá tài sản vô hình chưa sát: Giá trị lợi thế kinh doanh tính được chưa phản ánh đúng giá trị vô hình của doanh nghiệp, làm cho giá trị doanh nghiệp thường thấp hơn thực tế.
* Hệ thống cơ sở dữ liệu, thông tin thị trường phục vụ cho hoạt động thẩm định giá chưa được thiết lập.

2.0. Các phương pháp thẩm định giá

Theo quy định hiện nay, các công ty nhà nước khi thực hiện cổ phần hoá được áp dụng một trong các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp: phương pháp tài sản, phương pháp dòng tiền chiết khấu, các phương pháp khác.

*2.1. Phương pháp tài sản*

1) Nội dung phương pháp tài sản

Phương pháp tài sản là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp trên cơ sở đánh giá giá trị thực tế toàn bộ tài sản hiện có của doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp. Phương pháp này có thể áp dụng đối với đa số các loại hình doanh nghiệp.

* Đối tượng áp dụng: là các doanh nghiệp cổ phần hóa, trừ những doanh nghiệp thuộc đối tượng phải áp dụng phương pháp dòng tiền chiết khấu.
* Thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp: là thời điểm khóa sổ kế toán, lập báo cáo tài chính để xác định giá trị doanh nghiệp:

Đối với trường hợp áp dụng phương pháp tài sản là thời điểm kết thúc quý gần nhất với thời điểm có quyết định cổ phần hóa nhưng không quá 6 tháng so với thời điểm công bố giá trị doanh nghiệp.

* Căn cứ xác định giá trị thực tế của doanh nghiệp tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp:

+ Số liệu trên sổ kế toán của doanh nghiệp;

+ Số lượng và chất lượng tài sản theo kiểm kê phân loại thực tế;

+ Tính năng kỹ thuật của tài sản, nhu cầu sử dụng và giá thị trường;

+ Giá trị quyền sử dụng đất, khả năng sinh lời của doanh nghiệp (vị trí địa lý, uy tín của doanh nghiệp, mẫu mã, thương hiệu,...).

 \* Đối với tài sản là hiện vật

 a- Chỉ đánh giá lại những tài sản mà công ty cổ phần tiếp tục sử dụng.

 b- Giá trị thực tế của tài sản = Nguyên giá tính theo giá thị trường nhân (x) Chất lượng còn lại của tài sản thời điểm định giá. Trong đó:

 Giá thị trường là:

 - Giá tài sản mới đang mua, bán trên thị trường bao gồm cả chi phí vận chuyển, lắp đặt (nếu có). Nếu là tài sản đặc thù không có trên thị trường thì tính theo giá mua mới của tài sản cùng loại, có cùng công suất hoặc tính năng tương đương. Trường hợp không có tài sản tương đương thì tính theo giá tài sản ghi trên sổ kế toán.

 - Đơn giá xây dựng cơ bản, suất đầu tư do cơ quan có thẩm quyền quy định đối với tài sản là sản phẩm xây dựng cơ bản. Trường hợp chưa có quy định thì tính theo giá trị quyết toán công trình được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt.

 Chất lượng của tài sản được xác định bằng tỷ lệ phần trăm so với chất lượng của tài sản cùng loại mua sắm mới hoặc đầu tư xây dựng mới, phù hợp với các quy định của Nhà nước về điều kiện an toàn trong sử dụng, vận hành tài sản; chất lượng sản phẩm sản xuất; vệ sinh môi trường theo hướng dẩn của các Bộ quản lý ngành kinh tế kỹ thuật. Nếu chưa có quy định của Nhà nước thì chất lượng tài sản được đánh giá không thấp hơn 20%.

\* Tài sản bằng tiền gồm tiền mặt, tiền gửi, và các giấy tờ có giá (tín phiếu, trái phiếu,…) của doanh nghiệp được xác định như sau:

 a. Tiền mặt được xác định theo biên bản kiểm quỹ.

 b. Tiền gửi được xác định theo số dư đã đối chiếu xác nhận với ngân hàng.

c. Các giấy tờ có giá thì xác định theo giá giao dịch trên thị trường. Nếu không có giao dịch thì xác định theo mệnh giá của giấy tờ.

\* Các khoản nợ phải thu tính vào giá trị doanh nghiệp được xác định theo số dư thực tế trên sổ kế toán sau khi xử lý như quy định tại điểm 1.2 phần B Mục II Thông tư 126/2004/TT-BTC.

\* Các khoản phí dở dang: đầu tư xây dựng cơ bản, sản xuất kinh doanh, sự nghiệp được xác định theo thực tế phát sinh hạch toán trên sổ kế toán.

 \* Giá trị tài sản ký cược, ký quỹ ngắn hạn và dài hạn được xác định theo số dư thực tế trên sổ kế toán đã được đối chiếu xác nhận.

\* Giá trị tài sản vô hình (nếu có) đuợc xác định theo giá trị còn lại đang hạch toán trên sổ kế toán.

* Công thức tính:

*Giá trị thực tế của doanh nghiệp =* Giá trị thị trường của tài sản (Tài sản cố định bao gồm nhà xưởng, văn phòng, máy móc thiết bị, phụ tùng thay thế,...) + Tài sản bằng tiền gồm tiền mặt, tiền gửi và các giấy tờ có giá (tín phiếu, trái phiếu,...) + Các khoản nợ phải thu + Các khoản chi phí dở dang (đầu tư xây dựng cơ bản, sản xuất kinh doanh, sự nghiệp) + Giá trị tài sản ký cược, ký quỹ ngắn hạn và dài hạn + Giá trị tài sản vô hình (nếu có) + Giá trị lợi thế kinh doanh + Giá trị vốn đầu tư dài hạn của doanh nghiệp tại các doanh nghiệp khác + Giá trị quyền sử dụng đất.

Trong đó:

\* Giá trị lợi thế kinh doanh tính vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa được xác địnhtheo công thức sau:

*Giá trị lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp* = Giá trị phần vốn nhà nước theo sổ kế toán tại thời điểm định giá x (Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn nhà nước bình quân 3 năm trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp - Lãi suất trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn 10 năm trở lên tại thời điểm gần nhất với thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp)

Với:

Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn nhà nước bình quân 3 năm trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp = (Lợi nhuận sau thuế bình quân 3 năm liền kềtrước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp / Vốn nhà nước theo sổ kế toán bình quân 3 năm liền kề trước thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp) x 100%

\* Giá trị quyền sử dụng đất tính vào giá trị doanh nghiệp (Thông tư 95/2006/TT-BTC ngày 12/10/2006):

- Trường hợp doanh nghiệp thực hiện hình thức thuê đất:

+ Nếu đang thuê thì không tính giá trị quyền sử dụng đất vào giá trị doanh nghiệp; công ty cổ phần quản lý sử dụng đúng mục đích, không được nhượng bán.

+ Nếu diện tích đất đã được nhận giao, đã nộp tiền sử dụng đất vào ngân sách nhà nước, mua quyền sử dụng đất của các cá nhân, pháp nhân khác nay chuyển sang thuê đất thì chỉ tính vào giá trị doanh nghiệp các khoản chi phí làm tăng giá trị sử dụng đất và giá trị tài sản trên đất như chi phí đền bù, giải toả, san lấp mặt bằng.

- Trường hợp doanh nghiệp thực hiện hình thức giao đất có thu tiền sử dụng đất thì việc xác định giá trị quyền sử dụng đất để tính giá trị doanh nghiệp được tính như sau:

+ Đối với diện tích đất doanh nghiệp đang thuê chuyển sang hình thức giao đất: Sau khi có quyết định cổ phần hoá, đồng thời với việc tiến hành kiểm kê, phân loại, đánh giá lại tài sản, doanh nghiệp phải căn cứ vào quy định tại Điều 6 Nghị định số 17/2006/NĐ-CP ngày 27/1/2006 của Chính phủ xác định giá trị quyền sử dụng đất phải nộp ngân sách nhà nước tại thời điểm thực hiện định giá và báo cáo Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương nơi doanh nghiệp có diện tích đất nhận giao xem xét, quyết định.

Giá trị quyền sử dụng đất xác định theo nguyên tắc trên được tính vào giá trị doanh nghiệp nhưng không tính tăng vốn nhà nước tại doanh nghiệp mà hạch toán là khoản phải nộp ngân sách nhà nước.

+ Trường hợp doanh nghiệp được giao đất xây dựng nhà, hạ tầng để chuyển nhượng hoặc cho thuê và đã nộp tiền sử dụng đất cho ngân sách Nhà nước:

#) Phải xác định lại giá trị quyền sử dụng đất theo giá do Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương quy định tại thời điểm thực hiện định giá nhưng không thấp hơn chi phí thực tế về quyền sử dụng đất đang hạch toán trên sổ kế toán. Nếu giá trị quyền sử dụng đất xác định lại cao hơn chi phí thực tế về quyền sử dụng đất đang hạch toán trên sổ kế toán thì khoản chênhlệch tăng tính vào giá trị thực tế phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp.

#) Nếu giá trị vốn nhà nước (bao gồm cả giá trị quyền sử dụng đất) quá lớn, vượt quá quy mô vốn điều lệ của doanh nghiệp cổ phần hoá theo phương án được duyệt thì phần chênh lệch được coi như một khoản thu từ cổ phần hoá và được xử lý theo quy định tại điểm 1.3 mục VI Thông tư số 126/2004/TT-BTC.

+ Trường hợp doanh nghiệp cổ phần hoá được giao đất xây dựng nhà ở, kết cấu hạ tầng để chuyển nhượng hoặc cho thuê có sử dụng một phần diện tích đất làm các công trình phúc lợi công cộng, bàn giao cho địa phương quản lý sử dụng thì giá trị quyền sử dụng đất tính vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá được xác định như sau:

#) Nếu bàn giao theo phương thức có thanh toán thì chỉ xác định lại giá trị quyền sử dụng đất đối với những diện tích đất doanh nghiệp được giao để kinh doanh nhà và hạ tầng để tính vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá.

#) Nếu bàn giao theo phương thức không thanh toán thì tính vào giá trị doanh nghiệp toàn bộ giá trị quyền sử dụng diện tích đất được giao sau khi trừ đi chi phí để xây dựng các công trình phúc lợi công cộng đã bàn giao.

+ Trường hợp doanh nghiệp cổ phần hoá được giao đất xây dựng nhà ở, kết cấu hạ tầng để chuyển nhượng hoặc cho thuê và đã thực hiện sự điều tiết quỹ nhà, đất theo cơ chế do Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố quy định thì giá trị quyền sử dụng đất tính vào giá trị doanh nghiệp được xác định trên cơ sở giá trị quyền sử dụng đất xác định lại trừ khoản thu nhập bị điều tiết.

+ Trường hợp doanh nghiệp cổ phần hoá được giao đất xây dựng nhà, hạ tầng để chuyển nhượng hoặc cho thuê có thực hiện chuyển giao một phần diện tích nhà cao tầng cho cơ quan khác làm trụ sở hoặc kinh doanh thì phải tiến hành phân bổ giá trị quyền sử dụng đất được xác định lại cho diện tích nhà bàn giao theo hệ số các tầng hoặc giá bán nhà của từng tầng. Hệ số do Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố quy định phù hợp với quy định hiện hành của Nhà nước.

+ Trường hợp doanh nghiệp cổ phần hoá được giao đất xây dựng nhà ở để bán đã tiến hành bán nhà thì được loại trừ không đánh giá lại đối với diện tích nhà đã bán tương ứng với số tiền thu bán nhà đã hạch toán vào thu nhập, xác định kết quả kinh doanh hàng năm và nộp thuế theo đúng quy định của nhà nước.

*Giá trị phần vốn thực tế của Nhà nước tại doanh nghiệp* = Giá trị thực tế của doanh nghiệp - Các khoản nợ phải trả, số dư quỹ phúc lợi, khen thưởng và số dư nguồn kinh phí sự nghiệp (nếu có).

* Ưu, nhược điểm

+Ưu: Đơn giản, dễ thực hiện, không đòi hỏi những kỹ năng tính toán phức tạp.

+ Nhược: Phát sinh một số chi phí do phải thuê chuyên gia đánh giá tài sản; Không thể loại bỏ hoàn toàn tính chủ quan khi tính giá trị doanh nghiệp; Việc định giá doanh nghiệp dựa vào giá trị trên sổ sách kế toán, chưa tính được giá trị tiềm năng như thương hiệu, sự phát triển tương lai của doanh nghiệp.

2) Ví dụ: Hãy tính giá trị thực tế vốn nhà nước của Công ty A để cổ phần hóa theo phương pháp tài sản với các số liệu sau:

* Số liệu tài chính của Công ty A đến 31/12/2004

1/ Tài sản lưu động và đấu tư ngắn hạn :10.500 triệu đồng

Trong đó:

* Vật tư, hàng hoá tồn kho: 2.500 triệu đồng
* Các khoản phải thu : 4.000 triệu đồng

2/ Tài sản cố định : 20.000 triệu đồng

Trong đó:

- Nhà xưởng : 8.000 triệu đồng

- Máy và thiết bị : 10.000 triệu đồng

- Phương tiện vận tải : 2.000 triệu đồng

3/ Nợ : 8.000 triệu đồng

4/ Số dư quỹ khen thưởng, phúc lợi : 500 triệu đồng

 5/ Kết quả sản xuất kinh doanh:

 ĐVT: Triệu đồng

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Chỉ tiêu | 2002 | 2003 | 2004 |
| Lợi nhuận sau thuế | 2.800 | 3.276 | 3.388 |
| Vốn Nhà nước (không bao gổm Quỹ khen thưởng, phúc lợi) | 20.000 | 21.000 | 22.000 |

* Giá trị tài sản đánh giá lại theo giá thị trường:

- Vật tư, hàng hóa tồn kho : 2.200 triệu đồng

- Nhà xưởng : 9.500 triệu đồng

- Máy và thiết bị : 9.800 triệu đồng

- Phương tiện vận tải : 1.600 triệu đồng

* Nợ không có khả năng thu hồi : 200 triệu đồng
* Lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ 8,4%/năm

*Giải*

Vốn Nhà nước tại Công ty A tính theo phương pháp tài sản:

1/ Chênh lệch giá trị tài sản

 ĐVT: Triệu đồng

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Tài sản | Giá thị trường | Giá sổ sách | Chênh lệch |
| I. Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn-Vật tư, hàng hóa tồn kho- Các khoản phải thu *Cộng* II. Tài sản cố định - Nhà xưởng- Máy và thiết bị - Phương tiện vận tải  *Cộng* Tổng cộng  | 2.200  9.5009.800*1.600* |  2.5004.000 8.00010.000*2.000* | - 300- 200*- 500* +1.500- 200- 400*+ 900*+ 400  |

2/ Giá trị lợi thế kinh doanh của Công ty:

a/ Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế so vốn Nhà nước bình quân 3 năm liền kề:

 R2002 = 2.800/20.000 = 14%

 R2003 = 3.276/21.000 = 15,6%

 R2004 = 3.388/22.000 = 15,4%

 R = 15%

b/ Giá tri lợi thế kinh doanh của Công ty:

 22.000 triệu đồng x (15% - 8,4%) = 1.452 triệu đồng

3/ Giá trị thực tế vốn Nhà nước tại Công ty A vào thời điểm 31/12/2004 để cổ phần hóa:

 ĐVT: Triệu đồng

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Chỉ tiêu | Giá trị sổ sách | Đánh giá lại | Chênh lệch |
| I. Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạnII. Tài sản cố định III.Giá trị lợi thế kinh doanh IV.Giá trị thực tế của Công tyV. Các khoản giảm trừ:- Nợ phải trả - Số dư Quỹ khen thưởng, phúc lợiVI. Giá trị vốn Nhà nước  | 10.50020.000 030.5008.000 50022.000 | 10.00020.900 1.45232.352 8.000  50023.852 | - 500+ 900+ 1.452+ 1.852 0 0+ 1852 |

 Giá trị thực tế vốn Nhà nước tại Công ty A vào thời điểm 31/12/2004 để cổ phần hóa là: 23.852 triệu đồng

*2.2. Phương pháp dòng tiền chiết khấu*

1) Nội dung phương pháp dòng tiền chiết khấu

Phương pháp dòng tiền chiết khấu (DCF) là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên cơ sở khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong tương lai.

* Đối tượng áp dụng

Là các doanh nghiệp có ngành nghề kinh doanh chủ yếu trong lĩnh vực dịch vụ tài chính, ngân hàng, thương mại, tư vấn, thiết kế xây dựng, tin học và chuyển giao công nghệ; có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn nhà nước bình quân 5 năm liền kề trước khi cổ phần hóa cao hơn lãi suất trả trước của trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn từ 10 năm trở lên tại thời điểm gần nhất với thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

* Thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp: là thời điểm khóa sổ kế toán, lập báo cáo tài chính để xác định giá trị doanh nghiệp.

Đối với trường hợp áp dụng phương pháp dòng tiền chiết khấu là thời điểm kết thúc năm gần nhất với thời điểm có quyết định cổ phần hóa nhưng không quá 9 tháng so với thời điểm công bố giá trị doanh nghiệp.

* Căn cứ để xác định giá trị doanh nghiệp

+ Báo cáo tài chính của doanh nghiệp 5 năm liền kề trước khi xác định giá trị doanh nghiệp.

+ Phương án hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa từ 3 năm đến 5 năm sau khi chuyển thành công ty cổ phần.

+ Lãi suất trả trước của trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn từ 10 năm trở lên ở thời điểm gần nhất với thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp và hệ số chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp.

+ Giá trị quyền sử dụng đất đối với diện tích đất được giao.

* Công thức tính

+ Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp được xác định như sau:

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước* | = |  | + |  | ±  | Chênh lệch về giá trị quyền sử dụng đất đã nhận giao |

 Trong đó:

|  |  |
| --- | --- |
|  Di |  |
|   (1+ k)i | : Giá trị hiện tại của cổ tức năm thứ i |
|  Pn |  |
|   (1+ k)n | : Giá trị hiện tại của phần vốn Nhà nước năm thứ n |

i : Thứ tự các năm kế tiếp kể từ năm xác định giá trị doanh nghiệp (i:1n).

Di : Khoản lợi nhuận sau thuế dùng để chia cổ tức năm thứ i.

n : Số năm tương lai được chọn (3 - 5 năm).

Pn : Giá trị phần vốn nhà nước năm thứ n và được xác định theo công thức:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | D n+1 |
| Pn | = | ------- |
|  |  | k – g |

 D n+1: Cổ tức dự kiến năm thứ n+1

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

k = Rf  + Rp

Rf : Tỷ suất lợi nhuận thu được từ các khoản đầu tư không rủi ro, được tính bằng lãi suất trả trước của trái phiếu Chính phủ kỳ hạn từ 10 năm trở lên ở thời điểm gần nhất với thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

Rp: Tỷ lệ phụ phí rủi ro khi đầu tư mua cổ phần của các công ty ở Việt Nam, được xác định theo bảng chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán quốc tế tại niên giám định giá hoặc do các công ty định giá xác định cho từng doanh nghiệp nhưng không vượt quá tỷ suất lợi nhuận thu được từ các khoản đầu tư không rủi ro (Rf).

g: Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của cổ tức và được tính như sau:

 g = b x R

Với: b: Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại bổ sung vốn.

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

+ Giá trị thực tế của doanh nghiệp tại thời điểm định giá theo phương pháp DCF được xác định như sau:

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Giá trị**thực tế**doanh nghiêp* | = | Giá trị thực tế phần vốn nhà nước | + | Nợ thực tế phải trả | + | Số dư quỹ khen thưởng, phúc lợi | + | Nguồn kinh phí sự nghiệp |

Với: Nợ thực tế phải trả = Tổng nợ phải trả trên sổ kế toán - Giá trị các khoản nợ không phải thanh toán + Giá trị quyền sử dụng đất của diện tích đất mới được giao.

+Chênh lệch tăng của vốn nhà nước giữa giá trị thực tế và giá trị ghi trên sổ kế toán được hạch toán như một khoản lợi thế kinh doanh của doanh nghiệp, được xác định là tài sản cố định vô hình, khấu hao theo quy định của pháp luật hiện hành.

 b) Ví dụ

Số liệu tài chính của công ty X như sau:

 ĐVT: Triệu đồng

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Chỉ tiêu | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| Lợi nhuận sau thuế  | 2.927 | 2.703 | 3.842 | 5.638 | 5.040 |
| Vốn nhà nước (không bao gồm số dư Quỹ khen thưởng, phúc lợi) | 22.666 | 25.980 | 28.474 | 28.479 | 28.300 |

1/ Dự đoán lợi nhuận sau thuế 5 năm tương lai (2001 – 2005)

 Tỷ lệ tăng trưởng bình quân lợi nhuận sau thuế thời kỳ (1996 – 2000):

 5.040 = 2.927 (1+ t)4  t = 14,55%

 Lợi nhuận sau thuế năm 2001 = Lợi nhuận sau thuế năm 2000 x 114,55%

 Lợi nhuận sau thuế năm 2001 = 5.040 x 1,1455 = 5.773

 2002 = 6.613

 2003 = 7.575

 2004 = 8.677

 2005 = 9.339

2/ Ước tính khoản lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức:

 Dự kiến việc phân phối lợi nhuận sau thuế trong các năm tương lai: 50% để chia cổ tức, 30% tăng vốn, 20% trích Quỹ dự phòng tài chính, Quỹ khen thưởng, phúc lợi.

 D1 (2001) = Lợi nhuận sau thuế 2001 x 50% = 2.886

 D2 (2002) = 3.306

D3 (2003) = 3.787

D4 (2004) = 4.338

D5 (2005) = 4.669

D6 (2006) = 4.669 x 1,1455 = 5.348

3/ Dự kiến vốn Nhà nước thời kỳ (2001 – 2005)

 E2001 = Vốn Nhà nước năm 2000 + 30% Lợi nhuận sau thuế năm 2001

 = 28.300 + (5.773 x 0,3) = 30.020

 E2002 = 30.020 + (6.613 x 0,3) = 32.004

 E2003 = 32.004 + (7.575 x 0,3) = 34.276

 E2004 = 34.276 + (8.677 x 0,3) = 36.879

 E2005 = 36.879 + (9.339 x 0,3) = 39.680

4/ Xác định tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước bình quân thời kỳ (2001 – 2005):

 R = (R1 + R2 + R3 + R4 + R5 ) / 5

 R1 = 5.773 / 30.020 = 19,23 %

R2 = 6.613 / 32.004 = 20,66%

R3 = 7.575 / 34.276 = 22,10%

R4 = 8.677 / 36.879 = 23,52%

R5 = 9.399 / 39.680 = 23,68%

 R = 21,83%

5/ Xác định chỉ số g (tỷ lệ tăng trưởng hàng năm)

 g = b x R

 b : tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để bổ sung vốn (30%)

 g = 30% x 21,83% = 6,55 %

6/ Dự kiến tỷ lệ chiết khấu:

 K = Rf + Rp

 Rf : Lãi suất trả trước trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (10%)

 Rp : Phụ phí rủi ro giả định xác định theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán trên thế giới tại niên giám định giá năm 1999 (Ibbotson Associates, Inc) = 9,61%

 K = 10% + 9,61% = 19,61%

7/ Ước tính vốn Nhà nước năm 2005:

 P2005 = D2006 / (K – g) = 5.348 / (19,61% - 6,55%) = 40.949

8/ Giá trị thực tế vốn Nhà nước (tính đến 31/12/2000):

 = 2.413 + 2.311 + 1.988 + 2.119 + 18.633

 = 27.464 triệu đồng

Giá trị thực tế doanh nghiệp = Giá trị thực tế vốn Nhà nước + Nợ phải trả + Quỹ khen thưởng, phúc lợi + Nguồn kinh phí sự nghiệp (nếu có)

*2.3. Phương pháp khác*

Ngoài hai phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp nêu trên, cơ quan quyết định giá trị doanh nghiệp và tổ chức định giá được áp dụng các phương pháp định giá khác sau khi có ý kiến thỏa thuận bằng văn bản của Bộ Tài chính.

------------------------------------------------