

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

Nguyễn Văn Tuấn

**MÔ HÌNH DÒNG LƯU KIM CHIẾT KHẤU
TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM
-MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CẢI TIẾN-**

LUẬN VĂN THẠC SỸ KINH TẾ

TP. Hồ Chí Minh – Năm 2007

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Nguyễn Văn Tuấn

MÔ HÌNH DÒNG LƯU KIM CHIẾT KHẤU
TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM
-MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CẢI TIẾN-

Chuyên ngành : Kinh tế phát triển

Mã số : 60.31.05

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học : TS. Hay Sinh

TP. Hồ Chí Minh – Năm 2007

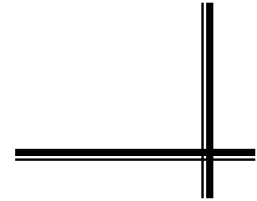
LỜI CAM ĐOAN

Tôi cam đoan đây là công trình nghiên cứu của bản thân. Những kết quả và các số liệu trong luận văn là trung thực và chưa từng được ai công bố dưới bất kỳ hình thức nào. Tôi hoàn toàn chịu trách nhiệm trước nhà trường về sự cam đoan này.

TP. Hồ Chí Minh, ngày tháng năm 2007

Tác giả

Nguyễn Văn Tuấn



Trong quá trình nghiên cứu đề tài và viết luận văn này, tôi đã nhận được sự hướng dẫn, chỉ bảo tận tình và đầy trách nhiệm của TS. Hay Sinh, giảng viên trường Đại học kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh. Tôi cũng đã nhận được sự động viên, giúp đỡ hết lòng của các đồng nghiệp, bạn bè và những người thân yêu.

Kính gửi đến TS. Hay Sinh và mọi người lời tri ân sâu sắc.

MỤC LỤC

	Trang
Trang bìa phụ	
Lời cam đoan	ii
Lời cảm ơn	iii
Mục lục	iv
Danh mục các chữ viết tắt	vii
Danh mục các bảng, biểu	ix
Danh mục các hình, các hộp, các đồ thị	x
LỜI MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VỀ THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP	15
1.1. THẨM ĐỊNH GIÁ VÀ THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP	16
1.1.1. Khái niệm về thẩm định giá	16
1.1.2. Doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp, và thẩm định giá doanh nghiệp	17
1.1.3. Mục tiêu thẩm định giá doanh nghiệp	18
1.1.4. Cơ sở thẩm định giá doanh nghiệp	20
1.1.5. Nguyên tắc thẩm định giá doanh nghiệp	20
1.1.6. Quy trình thẩm định giá doanh nghiệp	22
1.2. KHÁI LƯỢC VỀ CÁC PHƯƠNG PHÁP THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP PHỔ BIẾN	24
1.2.1. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng cân đối kế toán	26
1.2.1.1. Giá trị sổ sách	27
1.2.1.2. Giá trị sổ sách điều chỉnh	27
1.2.1.3. Giá trị thanh lý	28
1.2.1.4. Giá trị thay thế	28
1.2.2. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng báo cáo thu nhập	29
1.2.2.1. Sử dụng tỷ số giá-thu nhập (PER)	29
1.2.2.2. Sử dụng tỷ số giá-doanh thu (PS)	31
1.2.2.3. Các tỷ số khác	32
1.2.3. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại	33

1.2.3.1.	<i>Mô hình cổ điển</i>	34
1.2.3.2.	<i>Mô hình UEC giản lược</i>	34
1.2.3.3.	<i>Mô hình UEC</i>	35
1.2.3.4.	<i>Mô hình gián tiếp</i>	35
1.2.3.5.	<i>Mô hình trực tiếp (hay Anglo-Saxon)</i>	36
1.2.4.	Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu	36
1.2.4.1.	<i>Vị trí của các mô hình dòng lưu kim chiết khấu trong công tác thẩm định giá doanh nghiệp</i>	36
1.2.4.2.	<i>Mô hình DCF tổng quát</i>	38
1.2.4.3.	<i>Các biến thể của mô hình DCF</i>	39
1.2.4.4.	<i>Khái quát về các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu</i>	40
	KẾT LUẬN CHƯƠNG 1	48
	CHƯƠNG 2. MÔ HÌNH DÒNG LƯU KIM CHIẾT KHẤU VÀ CÁC BIẾN THỂ CỦA NÓ	50
2.1.	CÁC MÔ HÌNH ĐIỀU CHỈNH TỶ SUẤT CHIẾT KHẤU	51
2.1.1.	Mô hình DDM	51
2.1.2.	Mô hình FCFE	52
2.1.3.	Mô hình FCFF	54
2.1.4.	Công thức tổng quát cho các phiên bản tăng trưởng của các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu	55
2.2.	CÁC MÔ HÌNH TƯƠNG ĐƯƠNG CHẮC CHẮN	56
2.3.	CÁC MÔ HÌNH THU NHẬP VƯỢT TRỘI	58
2.3.1.	Mô hình EVA	58
2.3.2.	Mô hình EP	59
2.3.3.	Mô hình CFROI	60
2.4.	MÔ HÌNH GIÁ TRỊ HIỆN TẠI HIỆU CHỈNH (APV)	60
	KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	62
	CHƯƠNG 3. THỰC TRẠNG VẬN DỤNG MÔ HÌNH DCF TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM	64
3.1.	BỐI CẢNH THỰC HIỆN CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở NƯỚC TA	65
3.2.	KHUÔN KHỔ PHÁP LÝ CHO CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP	67

3.3. THỰC TRẠNG VẬN DỤNG CÁC MÔ HÌNH DCF TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM THỜI GIAN QUA	69
3.3.1. Tổng quan về việc vận dụng các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta	69
3.3.2. Thực trạng vận dụng các mô hình DCF trong thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam thời gian qua	71
3.3.2.1. Về nội dung của phương pháp DCF	74
3.3.2.2. Về kỹ thuật dự báo dòng lưu kim kỳ vọng	75
3.3.2.3. Về kỹ thuật ước lượng tỷ suất chiết khấu	79
3.3.2.4. Về vấn đề ước lượng tốc độ tăng trưởng kỳ vọng	79
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	80
CHƯƠNG 4. MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CẢI TIẾN VIỆC VẬN DỤNG MÔ HÌNH DCF TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM	82
4.1. VẤN ĐỀ DỰ BÁO DÒNG LƯU KIM KỲ VỌNG	83
4.1.1. Một số gợi ý chính sách	83
4.1.2. Các đề xuất cải tiến cụ thể	85
4.1.2.1. Thu thập và chuẩn bị dữ liệu	87
4.1.2.2. Vận dụng mô hình dự báo thích hợp	88
4.1.2.3. Đo lường sai số dự báo và chọn lựa mô hình thích hợp	93
4.1.2.4. Hiệu chỉnh kết quả dự báo	94
4.2. VẤN ĐỀ ƯỚC LƯỢNG TỶ SUẤT CHIẾT KHẤU	95
4.3. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH KHÁC	102
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4	103
LỜI KẾT LUẬN	105
Danh mục công trình của tác giả	xi
Danh mục tài liệu tham khảo	xii
CÁC PHỤ LỤC [các trang từ PL1-1 đến PL3-38]	
Phụ lục 1. Mô hình tăng trưởng ổn định Gordon trong định giá cổ phiếu	PL1-1
Phụ lục 2. Trích minh họa số 1 và số 2 của phụ lục số 2, ban hành theo Thông tư số 126/2004/TT-BTC ngày 04.12.2004 của Bộ Tài chính	PL2-3
Phụ lục 3. Tổng quan về dự báo theo mô hình dãy số thời gian và ví dụ minh họa cho gợi ý chính sách	PL3-9

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

TT	Chữ tắt	Tiếng Anh	Tiếng Việt
1	APV	Adjusted present value model	Mô hình giá trị hiện tại hiệu chỉnh
2	CAPM	The capital asset pricing model	Mô hình định giá tài sản vốn
3	CF	Cash flow	Lưu kim
4	CFROI	Cash flow return on investment model	Mô hình dòng lưu kim thu nhập trên vốn đầu tư
5	DCF	Discounted cash flow valuation approach	Phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu
6	DDM	Dividend discount model	Mô hình chiết khấu cổ tức
7	DNNN		Doanh nghiệp Nhà nước
8	EBIT	Earnings before interest and tax	Thu nhập trước thuế và lãi
9	EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation, and amortization	Thu nhập trước thuế, lãi vay, và khấu hao
10	EP	Economic profit model	Mô hình lợi nhuận kinh tế
11	EPS	Earnings per share	Thu nhập trên mỗi đơn vị cổ phần thông thường
12	ERG	Earnings growth rate	Tỷ suất tăng trưởng thu nhập
13	ERM	Excess return models	Mô hình thu nhập vượt trội
14	EVA	Economic value added model	Mô hình giá trị gia tăng kinh tế
15	FCFE	Free cash flow to equity discount model	Mô hình chiết khấu dòng lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu

TT	Chữ tắt	Tiếng Anh	Tiếng Việt
16	FCFF	Free cash flow to firm discount model	Mô hình chiết khấu dòng lưu kim tự do của doanh nghiệp
17	IPO	Initial Public Offering	Phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng
18	NI	Net income	Thu nhập ròng
19	PAYOUT	Dividend payout ratio	Tỷ lệ chi trả cổ tức
20	PER	Price-Earnings Ratio	Tỷ số giá-thu nhập
21	PS	Price to sales	Tỷ số giá-doanh thu
22	RRM	Risk and return models	Mô hình lợi nhuận và rủi ro
23	TV	Terminal value	Giá trị kết thúc
24	UEC	Union of European accounting experts	Hiệp hội các chuyên gia kế toán Châu Âu
25	WACC	Weighted average cost of capital	Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

DANH MỤC CÁC BẢNG, BIỂU

	Trang
Bảng 1.1 Phân loại các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp chủ yếu	24
Bảng 1.2 Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu	40
Bảng 3.1 Một ví dụ minh họa không chuẩn mực	77
Bảng 4.1 Dãy số tiền sử về lợi nhuận ròng của doanh nghiệp A	87
Bảng 4.2 Kết quả hồi quy 4 mô hình xu thế (từ SPSS)	92
Bảng 4.3 Đo lường sai số dự báo của các mô hình	93
Bảng 4.4 Kết quả dự báo về lợi nhuận ròng của doanh nghiệp	94
Bảng 4.5 Dữ liệu về lợi nhuận và VN-index theo quý	98
Bảng 4.6 Kiểm định Durbin-Watson (từ SPSS)	101

DANH MỤC CÁC HÌNH, CÁC HỘP, CÁC ĐỒ THỊ

	Trang
Hình 1.1 Các phương pháp thẩm định giá được sử dụng phổ biến nhất	37
Hình 2.1 Các phiên bản tăng trưởng của mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu: Tăng trưởng ổn định, tăng trưởng hai giai đoạn, và tăng trưởng ba giai đoạn	55
Hộp 3.1 Đổi mới DNNN, một yêu cầu tất yếu.	65
Hộp 3.2 Định giá doanh nghiệp chưa chuyên nghiệp	70
Hình 4.1 Biểu đồ phân tán biểu diễn lợi nhuận sau thuế theo thời gian	91
Hình 4.2 Các phương trình xu thế mô tả biến động của dãy số tiền sử	92
Hình 4.3 Các đường xu thế mô tả biến động của dãy số tiền sử (từ SPSS)	93
Hình 4.4 Phương trình hồi quy giữa $\% \Delta$ Lợi nhuận và $\% \Delta$ VN-index	99
Hình 4.5 Tóm tắt kết quả hồi quy giữa $\% \Delta$ Lợi nhuận và $\% \Delta$ VN-index	99
Hình 4.6 Biểu đồ phần dư theo biến độc lập $\% \Delta$ VN-index	100
Hình 4.7 Biểu đồ phần dư theo thời gian	101

LỜI MỞ ĐẦU

BỐI CẢNH VÀ LÝ DO LỰA CHỌN ĐỀ TÀI

Trong vài năm trở lại đây chúng ta đã được chứng kiến những đổi thay kỳ diệu của thị trường chứng khoán Việt Nam. Sự phát triển mạnh mẽ này đã chứng tỏ thị trường chứng khoán ngày càng trở thành một kênh đầu tư quan trọng của các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, đồng thời là một kênh huy động vốn hiệu quả của chính phủ cũng như các doanh nghiệp.

Tuy nhiên, theo đánh giá của giới chuyên môn, thị trường chứng khoán Việt Nam đang gánh chịu những tác động rất lớn của hiệu ứng tâm lý bầy đàn đến từ các nhà đầu tư cá nhân không chuyên nghiệp. Bị dẫn dắt bởi vô số các tin đồn, giao dịch của các nhà đầu tư này có thể làm cho giá trị thị trường của cổ phiếu không phản ánh đúng dẫn giá trị nội tại của doanh nghiệp. Hồ cách giữa giá trị nội tại và giá trị thị trường của doanh nghiệp niêm yết càng lớn, thì khi thị trường điều chỉnh, rủi ro cho các nhà đầu tư càng cao.

Do đó, để đảm bảo cho thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả, ổn định và bền vững, một trong những đòi hỏi cấp thiết được đặt ra là giá trị nội tại của doanh nghiệp niêm yết cần phải được thẩm định một cách đáng tin cậy, và thông tin này phải đến được các nhà đầu tư nào có nhu cầu, để giúp họ có cơ sở cho việc ra các quyết định đầu tư hợp lý.

Trên góc độ của doanh nghiệp huy động vốn, việc ước lượng một cách đúng đắn giá trị nội tại của doanh nghiệp mình sẽ là cơ sở quan trọng cho việc xác định giá khởi điểm của cổ phiếu trong đấu giá một cách phù hợp. Điều này không chỉ giúp bảo vệ quyền lợi của bản thân doanh nghiệp và các nhà đầu tư, mà còn đảm bảo cho sự thành công của việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO).

Bên cạnh đó, việc thẩm định giá doanh nghiệp cũng là một trong những công tác quan trọng của quy trình cổ phần hoá các doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước ở

Việt Nam thời gian qua. Bên cạnh những thành công rất đáng ghi nhận, quá trình cổ phần hoá cũng gặp phải những hạn chế và vướng mắc nhất định, đặc biệt là trong việc xác định giá trị phần vốn Nhà nước trong doanh nghiệp khi cổ phần hóa.

Theo quy định hiện hành¹, việc thẩm định giá DNNN trong cổ phần hoá được thực hiện theo 2 phương pháp chủ yếu là: (i) phương pháp giá trị tài sản thuần, và (ii) phương pháp dòng lưu kim chiết khấu. Tổ chức tư vấn thẩm định giá cũng có thể lựa chọn “các phương pháp khác” để thẩm định giá với điều kiện là các phương pháp khác này phải đảm bảo tính khoa học, phản ánh thực chất giá trị doanh nghiệp, và được quốc tế áp dụng rộng rãi.

Tuy nhiên, trên thực tế, việc vận dụng các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp này ở nước ta trong thời gian qua đã bộc lộ khá nhiều bất cập, ảnh hưởng đến hiệu quả và tiến độ cổ phần hóa DNNN. Thậm chí, không loại trừ khả năng do tính toán không đủ, hoặc thiếu chính xác giá trị phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp, dẫn đến tình huống thất thoát công sản trong quá trình cổ phần hóa.

Báo cáo của Ủy ban thường vụ Quốc hội khoá XI (UBTVQH11, 2006) về kết quả giám sát việc thực hiện cổ phần hoá DNNN năm 2006 mô tả một thực trạng là hầu hết các doanh nghiệp đều áp dụng phương pháp tài sản để định giá doanh nghiệp, nhưng chủ yếu vẫn là tính giá trị doanh nghiệp theo sổ kế toán. Việc tính giá trị tiềm năng, như: thương hiệu, danh tiếng, lợi thế thương mại, giá trị thị phần, khả năng phát triển trong tương lai chỉ được tính áng chừng, chưa có cách tính toán phù hợp, và cũng rất ít doanh nghiệp áp dụng. Trong khi đó, phương pháp dòng lưu kim chiết khấu có nhiều ưu thế hơn lại không được lựa chọn như là một phương pháp chủ đạo

Hơn nữa, quá trình toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế quốc tế làm cho vấn đề sáp nhập và hợp nhất doanh nghiệp trở thành một xu thế không thể đảo ngược được. Làn sóng không thể đảo ngược được ấy cũng đã lan đến Việt Nam, và trở thành mối

¹ Nghị định 109/2007/NĐ-CP ngày 26.06.2007 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần ; và Thông tư 146/2007/TT-BTC ngày 06/12/2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện Nghị định này.

bận tâm thường trực của các nhà quản lý doanh nghiệp cũng như các nhà hoạch định chính sách².

Việc thương lượng để hợp nhất và sáp nhập có thể mất rất nhiều thời gian nhằm giải quyết vô số các vấn đề phức tạp thuộc nhiều khía cạnh khác nhau. Nhưng có lẽ một trong những câu hỏi quan trọng nhất cần đạt được sự đồng thuận của các bên liên quan đó là: chúng ta sẵn lòng trả bao nhiêu cho vụ này? Và đâu là mức giá thích hợp để thương lượng? Để trả lời các câu hỏi đó, các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp đóng một vai trò then chốt.

Trong khi vấn đề thẩm định giá doanh nghiệp ngày càng trở nên quan trọng và cấp thiết, thì các tài liệu Việt ngữ giới thiệu một cách có hệ thống và toàn diện về nó hiện vẫn còn rất hiếm hoi. Hồ cách giữa nhu cầu thị trường về những lao động am hiểu lãnh vực thẩm định giá doanh nghiệp và năng lực cung ứng của các cơ sở đào tạo vẫn chưa được lấp đầy. Ngoại trừ các trường đại học trọng điểm thuộc khối kinh tế có chuyên ngành thẩm định giá, nhiều trường đại học địa phương (trong đó có trường Đại học Đà Lạt) thậm chí không có cán bộ giảng dạy được đào tạo bài bản về chuyên ngành này.

Chúng tôi cho rằng chính sự thiếu vắng đội ngũ chuyên gia có kinh nghiệm là một trong những nguyên nhân làm cho “độ tin cậy về chất lượng định giá doanh nghiệp của nhiều tổ chức cung ứng dịch vụ còn hạn chế” (UBTVQH11, 2006: 7).

Bối cảnh nêu trên đã đặt ra yêu cầu cấp bách phải nghiên cứu, hệ thống hoá các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp, đặc biệt là những phương pháp tiên tiến trên thế giới, nhằm làm cơ sở cho quá trình hoạch định chính sách, cũng như

² Báo Người lao động Online, trong bản tin kinh tế số ra ngày 11.07.2007, phóng viên Trang Châu dẫn nguồn tin về cuộc Hội thảo “mua bán và sáp nhập doanh nghiệp” diễn ra ngày 10.07.2007 tại TP. HCM cho biết:

“...Trên thế giới, trong 10 năm trở lại đây, hoạt động M&A [hợp nhất và sáp nhập (Mergers & Acquisitions - M&A)] diễn ra rầm rộ và tạo thành cơn sốt ở nhiều nước phát triển và đang phát triển. Số lượng FDI được thực hiện theo hình thức M&A chiếm tỉ trọng lớn từ 57% - 80% tổng FDI thế giới. Tại VN, theo số liệu của Hãng Kiểm toán PricewaterhouseCoopers (PwC), năm 2005, có 18 vụ sáp nhập với tổng giá trị 61 triệu USD. Năm 2006, số vụ sáp nhập tăng gần gấp đôi, có 32 vụ với tổng giá trị 245 triệu USD. Trong năm nay và vài năm tới, hoạt động M&A sẽ phát triển nhanh chóng tại VN, đặc biệt là trong các ngành ngân hàng, dịch vụ tài chính, hàng tiêu dùng, dệt may, bán lẻ...”

thúc đẩy việc vận dụng một cách rộng rãi các phương pháp này vào những lãnh vực có liên quan ở Việt Nam.

Đồng thời, một yêu cầu khác cũng không kém phần quan trọng là phải xem xét khả năng cải tiến một số khía cạnh kỹ thuật khi vận dụng phương pháp dòng lưu kim chiết khấu (DCF), nhằm góp phần nâng cao độ tin cậy của kết quả thẩm định giá và tính phù hợp của mô hình này trong điều kiện thực tiễn nước ta.

TỔNG QUAN VỀ NHỮNG NGHIÊN CỨU CÓ LIÊN QUAN

Mặc dù vẫn còn nhiều vấn đề cần giải quyết trong tài chính doanh nghiệp hiện đại và tài chính phát triển, nhưng hiếm có vấn đề nào lại phức tạp về quan điểm, đa dạng trong cách thức tiếp cận, và gây ra nhiều tranh cãi như vấn đề thẩm định giá doanh nghiệp. Dựa trên những nền tảng giả định khác nhau, các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp khác nhau sẽ cho ra những kết quả khác nhau. Thậm chí, cùng một phương pháp thẩm định giá, nhưng do cách thức ước lượng các tham số đầu vào khác nhau, nên kết quả đầu ra có thể cũng khác nhau.

Do vậy, thẩm định giá doanh nghiệp không chỉ là một trong những chủ đề thường xuyên được những nhà nghiên cứu tài chính công ty thảo luận, mà nó còn thu hút sự quan tâm sâu sắc của những nhà hoạch định chính sách tài chính phát triển. Nó thường xuyên được thảo luận vì lẽ dường như chưa có nhà nghiên cứu nào cảm thấy hài lòng về các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp hiện có. Mỗi một phương pháp thẩm định giá đều có những lý lẽ biện minh cho sự tồn tại của nó, và vấn đề là ở chỗ làm thế nào để lựa chọn được một (hoặc một vài) phương pháp thích hợp nhất trong những điều kiện cụ thể.

Trong khi chưa có một phát kiến mới mẻ nào về vấn đề thẩm định giá doanh nghiệp, các cuộc tranh luận dường như ngã theo chiều hướng tìm kiếm những cải tiến cho các mô hình hiện hữu.

Pablo Fernández (2004) đã khái quát hoá các nhóm phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp hiện được sử dụng phổ biến trên thế giới, và chỉ ra những sai lầm thường gặp khi vận dụng các phương pháp thẩm định giá này vào thực tiễn.

Ông cũng tập trung khảo sát sâu về phương pháp DCF và tổng kết rằng hiện nay trên thế giới, có rất nhiều mô hình khác nhau được xây dựng (dựa trên nền tảng của những lý thuyết khác nhau) liên quan đến việc ứng dụng phương pháp DCF trong thẩm định giá doanh nghiệp (Pablo Fernández, 2006)³.

Aswath Damodaran⁴(2006) đã nghiên cứu tổng kết một số vấn đề về lý thuyết và thực nghiệm liên quan đến thẩm định giá doanh nghiệp, đồng thời chỉ ra những khuynh hướng và thách thức đối với các nghiên cứu về lĩnh vực này trong thời gian tới, bao gồm:

- Một là sự tập trung nghiên cứu đã dịch chuyển từ việc định giá cổ phiếu (thông qua các mô hình như mô hình chiết khấu cổ tức) sang việc định giá doanh nghiệp, mà biểu hiện là sự tăng cường sử dụng các mô hình thẩm định giá trong quá trình mua bán, hợp nhất và tái cấu trúc doanh nghiệp.
- Hai là sự dịch chuyển dòng chảy đầu tư từ những thị trường đã phát triển sang các thị trường mới nổi ở khu vực Châu Á và Châu Mỹ La tinh đã buộc các nhà nghiên cứu phải xem xét lại những giả định khi áp dụng các mô hình thẩm định giá. Đặc biệt, mối quan hệ qua lại giữa quản trị doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp, và câu hỏi làm thế nào để xử lý một cách tốt nhất những rủi ro về kinh tế và chính trị mang tính địa phương ở các thị trường mới nổi đã trở thành những chủ đề nghiên cứu quan trọng.
- Ba là sự gia nhập của các doanh nghiệp trẻ vào các thị trường đã đòi hỏi các nhà nghiên cứu phải quan tâm tới những câu hỏi liên quan đến vấn đề ước lượng: Làm thế nào để ước lượng một cách tốt nhất doanh thu và lợi

³ Pablo Fernández (2006), “Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories”, *SSRN-Social Science Research Network*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=256987, truy cập ngày 07.07.2007. Pablo Fernández có bằng tiến sĩ chuyên ngành tài chính của Đại học Harvard vào năm 1989, hiện là giáo sư của IESE Business School, University of Navarra, Tây Ban Nha.

⁴ Aswath Damodaran là Giáo sư chuyên ngành tài chính của the Stern School of Business, New York University. Ông có bằng thạc sĩ Quản trị kinh doanh và bằng tiến sĩ của The University of California at Los Angeles. Những nghiên cứu của ông tập trung vào vấn đề thẩm định giá, quản lý danh mục đầu tư và tài chính doanh nghiệp ứng dụng. Các bài viết, bài giảng và nghiên cứu của ông có thể được tìm thấy trên trang web: *Damodaran Online*, theo đường dẫn <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

nhuận của doanh nghiệp trẻ có một ý tưởng thú vị về sản phẩm nhưng lại chưa có các sản phẩm có thể mua bán được? và làm thế nào để dự báo nhu cầu tái đầu tư và tỷ suất chiết khấu cho các doanh nghiệp này?

- Bốn là đặc thù của những thị trường mới nổi và những doanh nghiệp trẻ đòi hỏi các nhà nghiên cứu phải xem xét lại sự lệ thuộc của họ vào các số liệu trên các báo cáo tài chính mà họ đã sử dụng cho quá trình thẩm định giá của mình, cũng như phải cho phép thực hiện những điều chỉnh đặc biệt trong nền tảng của quy trình thẩm định (về những tham số đo lường rủi ro, tỷ lệ nợ, tốc độ tăng trưởng kỳ vọng...). Nói chung, cần phải có những mô hình thẩm định giá năng động hơn so với các mô hình ổn định mà chúng ta đang sử dụng một cách mặc định hiện nay.

- Năm là tầm quan trọng của chiến lược doanh nghiệp đối với giá trị của doanh nghiệp đó ngày càng gia tăng. Việc hiểu được vì lẽ gì mà một doanh nghiệp kiếm được thu nhập vượt trội trên vị trí dẫn đầu và tại sao những khoản thu nhập vượt trội này lại có thể đạt được trong bối cảnh cạnh tranh là điều kiện tiên quyết cho một quy trình thẩm định tốt.

- Cuối cùng, sự tăng cường sức mạnh trong tính toán (nhờ máy vi tính) và việc dễ dàng tiếp cận các công cụ thống kê đã mở ra cánh cửa cho việc ứng dụng các cách thức phức tạp trong thẩm định giá. Tuy nhiên, điều đó cũng làm gia tăng tiềm năng các công cụ này bị lạm dụng. Bởi vậy, rất cần thiết phải có những nghiên cứu về việc làm thế nào để kết hợp các công cụ thống kê hiện đại với công tác thẩm định giá truyền thống.

Xuất phát từ những đặc thù của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và chưa được niêm yết⁵, trong một tài liệu được công bố gần đây của mình, Aswath Damodaran (2001) đã nêu lên những điều chỉnh đối với mô hình DCF khi vận dụng

⁵ Chẳng hạn như: (i) Cổ phiếu của những doanh nghiệp này có tính thanh khoản kém hơn so với các công ty cổ phần đã niêm yết; (ii) Sự thiếu vắng dữ liệu về giá cổ phiếu trong quá khứ; (iii) Chủ sở hữu các doanh nghiệp này có khuynh hướng đổ phần lớn tài sản của mình vào doanh nghiệp, nên khả năng đa dạng hoá đầu tư và phân tán rủi ro của ông ta thấp...

cho loại hình doanh nghiệp có quy mô nhỏ, và đề xuất những kỹ thuật khác nhau để tính toán các tham số đầu vào của mô hình này, chẳng hạn như: (i) vấn đề ước lượng hệ số bê-ta để đo lường rủi ro của doanh nghiệp nhỏ và tính toán chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu ; hay (ii) vấn đề làm thế nào để ước tính tốc độ tăng trưởng kỳ vọng dựa trên dãy số liệu quá khứ của các doanh nghiệp này...

Nghiên cứu nêu trên của Aswath Damodaran có thể là một gợi ý tốt cho những nỗ lực tìm kiếm giải pháp cải tiến cách làm hiện hữu khi vận dụng mô hình DCF ở Việt Nam, bởi đa phần các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở nước ta cũng có những nét đặc thù giống như những gì mà Damodaran đã đề cập.

Michael J. Mauboussin (2006) cũng chỉ ra những lỗi lầm tiềm ẩn trong quá trình vận dụng mô hình DCF. Ông trích lời các nhà nghiên cứu khác để nhấn mạnh rằng mô hình DCF là phương pháp linh hoạt và chính xác nhất để thẩm định dự án và thẩm định giá doanh nghiệp. Tuy nhiên, ông cũng lưu ý rằng những sai sót trong việc ước lượng các thành phần quan trọng của mô hình DCF sẽ dẫn tới những sai lầm nghiêm trọng trong kết quả thẩm định giá theo mô hình này.

Ở Việt Nam, trong thời gian gần đây, cũng đã có một số nghiên cứu về vấn đề thẩm định giá doanh nghiệp. Vương Đức Hoàng Quân và Nguyễn Thị Thiên Quyên (2004) đã chỉ ra một số bất cập của các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp hiện đang được áp dụng, và cho rằng để tránh những bất cập này thì cần thiết phải có những điều chỉnh phù hợp với từng ngành, từng loại hình doanh nghiệp, và từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Các tác giả trên cũng đề xuất rằng nên tiến hành những nghiên cứu sâu hơn về các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp để ứng dụng cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam.

Phạm Thị Ngọc Mỹ (2005) đưa ra những tranh luận xung quanh việc ước tính giá trị doanh nghiệp theo nghị định 187 và khả năng áp dụng tại Việt Nam⁶, cũng như đề xuất những giải pháp nhằm giúp cơ quan hoạch định chính sách sớm

⁶ Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần

đưa ra được nội dung hướng dẫn phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp -mà theo bà- là phải vừa khoa học, được cộng đồng quốc tế công nhận, vừa phù hợp với tình hình thực tiễn Việt Nam.

Tuy nhiên, theo hiểu biết của học viên, những nghiên cứu nhằm giải quyết các vấn đề thuộc khía cạnh kỹ thuật khi vận dụng các phương pháp thẩm định giá, hay những nghiên cứu nhằm hệ thống hoá (về mặt lý thuyết) các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp và khả năng ứng dụng chúng vào điều kiện thực tiễn Việt Nam, hiện vẫn còn rất hiếm hoi.

Do vậy, có thể nói thẩm định giá doanh nghiệp là một lãnh vực còn khá mới mẻ ở nước ta, đòi hỏi những người quan tâm phải đầu tư nghiên cứu sâu, giải quyết nhiều vấn đề cả về lý luận và thực tiễn. Nguyên tắc xuyên suốt cho việc nghiên cứu và triển khai các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp được nhiều nhà nghiên cứu ở Việt Nam đồng thuận là:

- Đảm bảo tính khoa học, tính thực tiễn, phù hợp với thông lệ quốc tế và được thế giới công nhận.
- Đảm bảo sự rõ ràng, đơn giản ở mức cần thiết về quy trình, dễ vận dụng, dễ nhận thức (không chỉ bởi các thẩm định viên, mà còn bởi các đối tượng sử dụng kết quả thẩm định giá), phù hợp với trình độ phát triển kinh tế, tài chính của Việt Nam.
- Có tính đến đặc thù là đa số các doanh nghiệp Việt Nam đều là các doanh nghiệp vừa và nhỏ chưa niêm yết, tính thanh khoản kém, khả năng đa dạng hoá đầu tư và phân tán rủi ro thấp.

PHẠM VI NGHIÊN CỨU

Bởi có nhiều quan điểm khác nhau về cái gì tạo nên giá trị doanh nghiệp, nên cũng có nhiều phương pháp khác nhau để ước lượng ra nó. Song, do những ràng buộc về thời gian và hạn chế về trình độ chuyên môn, tác giả không có tham vọng nghiên cứu toàn bộ các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp như là một hệ

thống tri thức hoàn chỉnh. Phạm vi nghiên cứu của đề tài, vì thế, chỉ dừng lại ở việc khảo sát một trong những phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp truyền thống và hiện vẫn được sử dụng phổ biến trên thế giới: mô hình DCF.

Trong phạm vi ấy, đề tài tập trung làm rõ những khía cạnh kỹ thuật khi vận dụng mô hình DCF vào thực tiễn, mà cụ thể là mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM), một trong những biến thể của mô hình DCF, hiện đang được áp dụng trong quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp 100% vốn nhà nước ở Việt Nam.

Xuất phát từ nhận thức rằng vẫn còn tồn tại một số bất cập trong các quy định của cơ quan hoạch định chính sách tài chính liên quan đến việc ước tính các tham số đầu vào của mô hình DDM (như việc dự báo dòng lưu kim thu nhập kỳ vọng hay việc ước lượng tỷ suất chiết khấu), đề tài sẽ nghiên cứu và đề xuất những gợi ý cải tiến cách làm hiện hữu ở nước ta, nhằm góp phần nâng cao độ tin cậy và tính khoa học của kết quả thẩm định giá, hạn chế việc áp dụng mô hình này một cách tùy nghi.

Như vậy, theo giới hạn nêu trên, việc hoàn thiện toàn bộ quy trình thẩm định giá doanh nghiệp theo mô hình DCF cũng như các biến thể của nó để vận dụng trong điều kiện Việt Nam hiện nay; hay việc phân tích so sánh và lựa chọn mô hình tối ưu, phù hợp nhất với thực tiễn nước ta trong số nhiều phương pháp thẩm định giá khác nhau hiện được sử dụng phổ biến trên thế giới...là những vấn đề phức tạp và nằm ngoài phạm vi nghiên cứu của đề tài này.

MỤC TIÊU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU

Trên cơ sở khái quát hoá các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp khác nhau hiện đang được áp dụng phổ biến trên thế giới, đề tài tập trung nghiên cứu, hệ thống hóa những biến thể của mô hình DCF, và xem xét khả năng vận dụng chúng để thẩm định giá doanh nghiệp trong điều kiện Việt Nam.

Bởi việc dự báo dòng lưu kim thu nhập tương lai, và xác định tỷ suất chiết khấu là hai trong số những nhiệm vụ quan trọng và phức tạp nhất cần được thực hiện tốt để đảm bảo chất lượng của kết quả thẩm định giá theo mô hình DDM, nên

đề tài cũng tập trung nghiên cứu các khía cạnh kỹ thuật liên quan đến vấn đề đo lường rủi ro của doanh nghiệp và ước lượng chi phí vốn chủ sở hữu, cũng như vấn đề dự báo dòng lợi nhuận sau thuế tương lai của doanh nghiệp để từ đó tính toán dòng lưu kim cổ tức kỳ vọng, cung cấp những tham số đầu vào cho quá trình ước tính giá trị doanh nghiệp bằng mô hình DDM.

Xuất phát từ mục tiêu nghiên cứu nói trên, những câu hỏi nghiên cứu mà đề tài tập trung giải quyết là:

- *Câu 1. Các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp hiện đang được áp dụng phổ biến trên thế giới là gì? Và các nhà nghiên cứu đánh giá như thế nào về chúng?*
- *Câu 2. Thực trạng công tác thẩm định giá doanh nghiệp và vấn đề vận dụng mô hình dòng lưu kim chiết khấu vào điều kiện thực tiễn nước ta trong thời gian qua như thế nào?*
- *Câu 3. Làm thế nào để cải tiến việc vận dụng mô hình DCF (mà cụ thể là biến thể DDM) ở Việt Nam hiện nay trên các khía cạnh mang tính kỹ thuật nhằm góp phần nâng cao độ tin cậy của kết quả thẩm định giá thông qua mô hình này: (i) vấn đề ước lượng tỷ suất chiết khấu ; và (ii) việc dự báo dòng lưu kim thu nhập kỳ vọng của doanh nghiệp?*

Mặc dù câu hỏi số 3 là nội dung nghiên cứu cốt lõi của đề tài này, nhưng việc giải quyết tốt các câu hỏi nghiên cứu số 1 và số 2 cũng sẽ tạo lập nền tảng quan trọng cho việc đề xuất các gợi ý chính sách phù hợp nhằm trả lời tốt câu hỏi số 3.

Ý NGHĨA LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN CỦA ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

Xuất phát từ bối cảnh và mục tiêu nghiên cứu đã nêu ở trên, đề tài này được kỳ vọng sẽ:

- Đóng góp một phần nhỏ vào việc hệ thống hoá và Việt hoá các tri thức thuộc lĩnh vực thẩm định giá doanh nghiệp, đặc biệt là mô hình DCF. Điều này, đến lượt mình, chính là một trong những nỗ lực nhằm thúc đẩy

việc phổ biến và khai triển rộng rãi các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam trong tương lai.

- Đề xuất được những gợi ý nhằm cải tiến một số khía cạnh mang tính kỹ thuật trong việc vận dụng biến thể DDM của mô hình DCF vào thực tiễn Việt Nam, nhất là vấn đề dự báo dòng lưu kim kỳ vọng và ước lượng tỷ suất chiết khấu – hai tham số căn bản của mô hình này.

Học viên nhận thức sâu sắc rằng nếu đề tài này được bảo vệ thành công, thì không những quá trình nghiên cứu đã cơ bản đạt được mục tiêu phương pháp luận, mà kết quả nghiên cứu còn là nền tảng cho những nỗ lực học hỏi lâu dài hơn, nhằm phát triển một tài liệu học thuật phục vụ trực tiếp cho công tác chuyên môn của bản thân trong thời gian tới.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Đề tài sử dụng kết hợp cả hai phương pháp phân tích định tính và định lượng. Phương pháp định tính sẽ được chú trọng nhiều hơn trong việc luận giải, so sánh đối chiếu, và tiến hành những phân tích mang tính phê phán nhằm làm rõ những vấn đề được nêu ra trong câu hỏi nghiên cứu số [1] và số [2].

Các gợi ý cải tiến những khía cạnh mang tính kỹ thuật của mô hình DCF (được đặt ra trong câu hỏi nghiên cứu số [3]) sẽ mang tính thuyết phục cao hơn nếu chúng được minh họa bằng một số ví dụ điển hình. Do vậy, đề tài cũng sẽ sử dụng phương pháp phân tích định lượng trong việc thiết kế ví dụ minh họa cho các gợi ý chính sách, với kỳ vọng rằng chúng sẽ được các nhà hoạch định chính sách nghiên cứu sử dụng, bổ sung cho những ví dụ minh họa chính sách hiện hành của họ.

NGUỒN DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP THU THẬP

Do đặc thù của đề tài nghiên cứu nên luận văn chủ yếu sử dụng *dữ liệu thứ cấp*, được khai thác bằng phương pháp *thu thập gián tiếp* từ nhiều nguồn khác nhau:

- Những dữ liệu, phân tích, luận giải về thực trạng thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam, được lấy từ các báo cáo giám sát của Ủy ban thường vụ Quốc hội.
- Các tài liệu nghiên cứu về thẩm định giá doanh nghiệp của một số tác giả có uy tín trên thế giới.
- Các tài liệu chính sách liên quan đến đề tài nghiên cứu được khai thác từ Hệ thống quản lý văn bản pháp quy trên trang thông tin điện tử của Chính phủ Việt Nam.
- Ngoài ra, đề tài còn sử dụng các số liệu tự xây dựng để phục vụ cho mục đích minh họa các gợi ý chính sách.

KẾT CẤU CỦA LUẬN VĂN

Ngoài lời mở đầu (từ trang 01 đến trang 14) trình bày những vấn đề chung liên quan đến mục tiêu, phạm vi và phương pháp nghiên cứu, luận văn này gồm có 4 chương sau đây:

- Chương 1: Tổng quan lý thuyết về thẩm định giá doanh nghiệp. (Từ trang 15 đến trang 49)
- Chương 2: Mô hình dòng lưu kim chiết khấu và các biến thể của nó. (Từ trang 50 đến trang 63)
- Chương 3: Thực trạng vận dụng mô hình dòng lưu kim chiết khấu trong thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam. (Từ trang 64 đến trang 81)
- Chương 4: Một số đề xuất cải tiến việc vận dụng mô hình dòng lưu kim chiết khấu trong thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam. (Từ trang 82 đến trang 104)

Lời kết luận (từ trang 105 đến trang 107) sẽ trình bày một cách khái quát về kết quả nghiên cứu cũng như những đóng góp tiềm năng của đề tài trên cả hai

phương diện lý luận và thực tiễn. Đồng thời, tác giả cũng sẽ chỉ ra những hạn chế của đề tài và các gợi ý nghiên cứu bổ sung trong tương lai.

Phần phụ lục (từ trang PL1-1 đến trang PL3-38) thuyết minh thêm một số vấn đề liên quan đến nội dung chính của đề tài, hoặc cung cấp các dữ liệu phục vụ việc phân tích trong đề tài, bao gồm:

- Phụ lục 1: Mô hình tăng trưởng ổn định Gordon trong định giá cổ phiếu.
- Phụ lục 2: Trích minh họa số 1 và số 2 của Phụ lục số 2, ban hành theo Thông tư số 126/2004/TT-BTC ngày 04.12.2004 của Bộ Tài chính.
- Phụ lục 3: Tổng quan về dự báo theo mô hình dãy số thời gian và ví dụ minh họa cho gợi ý chính sách.

CHƯƠNG 1.

TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VỀ THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

1.1. THẨM ĐỊNH GIÁ VÀ THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

1.1.1. Khái niệm về thẩm định giá

Ủy ban tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế (UBTCTĐGQT, 2006: 431), định nghĩa một cách ngắn gọn: thẩm định giá là một “*quá trình ước tính giá trị*”.

Giáo sư W.Seabrooke thuộc Viện Đại học Portsmouth, Vương quốc Anh cho rằng “*thẩm định giá là sự ước tính giá trị của các quyền sở hữu tài sản cụ thể bằng hình thái tiền tệ cho một mục đích đã được xác định*”(Cục quản lý giá, 2007: 203).

Giáo sư Lim Lan Yuan, Tổng thư ký Hiệp hội thẩm định giá Asean, Chủ tịch Hiệp hội các tổ chức thẩm định giá thế giới định nghĩa rằng “*thẩm định giá là một nghệ thuật hay khoa học về ước tính giá trị cho một mục đích cụ thể của một tài sản cụ thể tại một thời điểm, có cân nhắc đến tất cả những đặc điểm của tài sản cũng như xem xét tất cả các yếu tố kinh tế căn bản của thị trường*” (Cục quản lý giá, 2007: 203).

Ở nước ta, khoản 2, điều 4 của Pháp lệnh giá Việt Nam⁷ chỉ rõ: “*Thẩm định giá là việc đánh giá hoặc đánh giá lại giá trị của tài sản phù hợp với thị trường tại một địa điểm, thời điểm nhất định theo tiêu chuẩn Việt Nam hoặc thông lệ quốc tế*”.

Có thể thấy khái niệm về thẩm định giá ở Việt Nam cũng chứa đựng những nội dung cơ bản, và tương tự như khái niệm thẩm định giá trên thế giới, nghĩa là

⁷ Pháp lệnh số 40/2002/PL-UBTVQH10 của Ủy ban thường vụ Quốc hội khoá X, ngày 26/04/2002 về giá. Có hiệu lực thi hành từ ngày 01/07/2002.

cũng bao hàm một sự ước tính giá trị của một tài sản nhất định, cho những mục đích nhất định.

Khái niệm trên cũng chỉ ra rằng mục đích của thẩm định giá chính là xuất phát điểm cho việc lựa chọn quy trình và phương pháp để ước tính giá trị của tài sản. Mục đích thẩm định giá khác nhau có thể dẫn các đến quy trình và phương pháp ước tính giá trị tài sản khác nhau.

Ngay cả quá trình “ước tính” cũng hàm chứa khả năng tạo ra những kết quả thẩm định giá không thống nhất cho cùng một loại tài sản và cùng một mục đích thẩm định giá, bởi việc “ước tính” ấy có thể được thực hiện dựa trên những nền tảng giả định và niềm tin khác nhau.

1.1.2. Doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp, và thẩm định giá doanh nghiệp

Khoản 1, điều 4, Luật Doanh nghiệp Việt Nam⁸ định nghĩa: “*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*”.

Vì là một tổ chức, có tài sản, theo đuổi mục tiêu sinh lợi thông qua những hoạt động kinh doanh của con người, nên rõ ràng giá trị doanh nghiệp sẽ phải khác với giá trị một tài sản thuần túy.

Giá trị của doanh nghiệp không chỉ là phép cộng giản đơn giá trị của các tài sản hữu hình hiện có tại doanh nghiệp, mà còn phải tính đến giá trị của các tài sản vô hình cũng như các tác động của tình hình hoạt động kinh doanh trong hiện tại và những triển vọng trong tương lai, tình hình tài chính, những ưu thế về nguồn lực con người trong doanh nghiệp, và ngay cả lợi thế của vị trí mà trụ sở doanh nghiệp đang tọa lạc... Điều này cũng hàm ý rằng thẩm định giá doanh nghiệp là một vấn đề phức tạp hơn nhiều lần so với việc thẩm định giá một tài sản riêng biệt nào đó.

⁸ Luật doanh nghiệp được Quốc hội nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam khoá XI, kỳ họp thứ 8 thông qua ngày 29 tháng 11 năm 2005, có hiệu lực thi hành từ 01/07/2006.

Một cách khái quát, nếu xuất phát từ khái niệm thẩm định giá đã nêu ở trên, ta có thể hiểu thẩm định giá doanh nghiệp là sự ước tính giá trị doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định, cho một mục đích nhất định, và bằng những phương pháp nhất định phù hợp với mục đích thẩm định đó.

Ủy ban tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế định nghĩa rằng “*thẩm định giá doanh nghiệp là một hoạt động hay quá trình thực hiện để đạt được việc đánh giá hay ước tính giá trị của một doanh nghiệp, công việc kinh doanh, hoặc các khoản lợi ích của chúng*”(UBTCTĐGQT, 2006: 229).

Ở Việt Nam hiện nay vẫn còn những cách gọi khác nhau như: *thẩm định giá doanh nghiệp* ; *xác định giá trị doanh nghiệp* ; *ước tính giá trị doanh nghiệp*; hay đơn giản chỉ là *lượng giá doanh nghiệp*. Tuy vậy, để đảm bảo tính nhất quán, tác giả sẽ sử dụng thuật ngữ *thẩm định giá doanh nghiệp* trong toàn bộ luận văn này.

1.1.3. Mục tiêu thẩm định giá doanh nghiệp

Nói chung, giá trị một doanh nghiệp nào đó không chỉ khác nhau đối với những người mua khác nhau, mà còn khác nhau giữa người mua và người bán. Sự khác nhau này có thể đến từ vô số lý do như: sự khác biệt về mục tiêu giữa người mua và người bán ; hoặc sự khác biệt trong niềm tin về triển vọng của doanh nghiệp hoặc của ngành mà doanh nghiệp đang sinh hoạt trong đó...

Chẳng hạn như một doanh nghiệp nước ngoài có quy mô lớn và trình độ kỹ thuật công nghệ cao muốn mua lại một doanh nghiệp nội địa khá nổi tiếng để xâm nhập thị trường và tận dụng sự nổi tiếng của thương hiệu nội địa này.

Đứng trên quan điểm của doanh nghiệp nước ngoài (người mua), họ chỉ định giá cho thương hiệu chứ không phải cho các tài sản, máy móc...của doanh nghiệp nội địa, đơn giản bởi vì bản thân họ đã có trình độ công nghệ tiến bộ hơn. Do vậy, mục tiêu cơ bản của người mua là ước tính mức giá tối đa mà họ có thể trả cho những gì mà doanh nghiệp nội địa có thể đóng góp cho hoạt động tương lai của mình (tức ước tính mức giá có thể trả cho giá trị của thương hiệu nội địa).

Đứng trên góc độ của người bán, doanh nghiệp nội địa cố gắng ước tính mức giá tối thiểu mà họ sẽ chấp nhận bán, và mức giá này phải phản ánh được giá trị của cả những nguồn tài nguyên (máy móc, thiết bị...) phục vụ sản xuất mà họ sở hữu.

Hai mức giá nêu trên sẽ là hai thái cực được đưa ra trên bàn thương lượng cho đến khi cả hai bên mua-bán nhất trí được một mức giá chung, nằm đâu đó giữa hai thái cực này.

Minh hoạ trên cho thấy mục tiêu thẩm định sẽ có tác động mang tính quyết định đến kết quả thẩm định giá doanh nghiệp. Việc thẩm định giá doanh nghiệp có thể phục vụ cho nhiều mục tiêu đa dạng khác nhau. Các mục tiêu khác nhau sẽ kéo theo sự khác nhau trong quy trình và phương pháp thẩm định, dẫn tới những kết quả có thể không hoàn toàn giống nhau. Phần dưới đây tóm tắt một số mục tiêu chủ yếu của việc thẩm định giá doanh nghiệp.

- Kết quả thẩm định giá doanh nghiệp là căn cứ cho các thương lượng trong hoạt động hợp nhất và sáp nhập doanh nghiệp, thành lập liên doanh hoặc thay đổi tỷ lệ sở hữu giữa các bên liên doanh...
- Kết quả thẩm định giá doanh nghiệp là căn cứ để cơ quan Nhà nước có thẩm quyền xem xét, phê duyệt chi từ ngân sách Nhà nước, tính thuế, xác định giá trị tài sản đảm bảo vay vốn ngân hàng, mua bảo hiểm, cho thuê, chuyển nhượng, bán, góp vốn, cổ phần hóa, giải thể doanh nghiệp DNNN...
- Kết quả thẩm định giá trị các doanh nghiệp cổ phần đã niêm yết là cơ sở để các nhà đầu tư (tổ chức và cá nhân) quyết định mua, bán, hay cầm giữ chứng khoán do các doanh nghiệp phát hành. Giá trị của doanh nghiệp còn được nhà đầu tư sử dụng để quyết định nên tập trung vào loại chứng khoán nào (chẳng hạn những chứng khoán dường như đang được thị trường định giá thấp hơn giá trị nội tại của chúng) trong danh mục đầu tư của mình.
- Như đã nêu trong lời mở đầu của luận văn, đứng trên góc độ của công ty cổ phần thực hiện huy động vốn, kết quả thẩm định giá doanh nghiệp sẽ là cơ sở quan trọng cho việc xác định giá khởi điểm của cổ phiếu trong đấu giá

một cách phù hợp. Điều này không chỉ giúp bảo vệ quyền lợi của bản thân doanh nghiệp và các nhà đầu tư, mà còn đảm bảo cho sự thành công của quá trình phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

- Kết quả thẩm định cũng cung cấp phương tiện cho việc đo lường tác động của những chính sách và chiến lược của doanh nghiệp đối với việc tạo ra hay phá huỷ giá trị doanh nghiệp. Điều này thúc đẩy doanh nghiệp cải tiến liên tục, nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.
- Ở nhiều quốc gia, việc thẩm định giá doanh nghiệp còn được tiến hành để so sánh giá trị cổ phần với các loại tài sản khác, phục vụ trực tiếp cho nhu cầu khởi lập di chúc hoặc phân chia thừa kế.

1.1.4. Cơ sở thẩm định giá doanh nghiệp⁹

Theo quy định của hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam thì giá trị thị trường và giá trị phi thị trường là cơ sở cho quá trình thẩm định giá. Vậy khái niệm giá trị thị trường và giá trị phi thị trường cần được hiểu như thế nào?

Giá trị thị trường của một tài sản là mức giá ước tính sẽ được mua bán trên thị trường vào thời điểm thẩm định giá, giữa một bên là người mua sẵn sàng mua và một bên là người bán sẵn sàng bán, trong một giao dịch mua bán khách quan và độc lập, trong điều kiện thương mại bình thường. Hoạt động thẩm định giá phần lớn là dựa trên cơ sở giá trị thị trường, tuy nhiên có nhiều loại tài sản riêng biệt, mục đích thẩm định giá riêng biệt đòi hỏi thẩm định giá phải dựa trên giá trị phi thị trường.

Giá trị phi thị trường của tài sản là mức giá ước tính được xác định theo những căn cứ khác với giá trị thị trường hoặc có thể được mua bán, trao đổi theo các mức giá không phản ánh giá trị thị trường như: giá trị tài sản đang trong quá trình sử dụng, giá trị đầu tư, giá trị bảo hiểm, giá trị đặc biệt, giá trị thanh lý, giá trị tài sản bắt buộc phải bán, *giá trị doanh nghiệp*, giá trị tài sản chuyên dùng, giá trị tài sản có thị trường hạn chế, giá trị để tính thuế...

⁹ Tổng hợp theo Hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam, gồm Tiêu chuẩn số 01 (TĐGVN 01): Giá trị thị trường làm cơ sở cho thẩm định giá tài sản (ban hành kèm theo quyết định số 24/2005/QĐ-BTC ngày 18/04/2005 của Bộ trưởng Bộ Tài chính); và Tiêu chuẩn số 02 (TĐGVN 02): Giá trị phi thị trường làm cơ sở cho thẩm định giá tài sản (ban hành kèm theo quyết định số 77/2005/QĐ-BTC ngày 01/11/2005 của Bộ trưởng Bộ Tài chính).

1.1.5. Nguyên tắc thẩm định giá doanh nghiệp

Bản chất của thẩm định giá tài sản nói chung, và thẩm định giá doanh nghiệp nói riêng chính là sự phân tích các yếu tố tác động đến quá trình hình thành giá trị của tài sản đó. Việc phân tích này cần phải tuân thủ và chịu sự chi phối bởi nhiều nguyên tắc khác nhau, trong đó phải kể đến bốn nguyên tắc cơ bản sau đây¹⁰:

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

Việc sử dụng tốt nhất và có hiệu quả nhất của tài sản là đạt được mức hữu dụng tối đa trong những hoàn cảnh kinh tế - xã hội thực tế phù hợp, có thể cho phép về mặt kỹ thuật, về pháp lý, về tài chính và đem lại giá trị lớn nhất cho tài sản. Tuy nhiên, một tài sản đang sử dụng thực tế không nhất thiết đã thể hiện khả năng sử dụng tốt nhất và có hiệu quả nhất của tài sản đó.

Điều này hàm ý rằng khi thẩm định giá tài sản phải đặt tài sản đó trong tình huống sử dụng tốt nhất và có hiệu quả nhất, chứ không phải dựa trên sự sử dụng hiện tại nếu như sự sử dụng hiện tại chưa phải là tốt nhất và có hiệu quả nhất.

- Nguyên tắc cung - cầu

Giá trị của một tài sản được xác định bởi mối quan hệ cung và cầu về tài sản đó trên thị trường. Ngược lại, giá trị của tài sản đó cũng tác động đến cung và cầu về tài sản. Giá trị của tài sản thay đổi tỷ lệ thuận với cầu và tỷ lệ nghịch với cung về tài sản. Giá trị của tài sản được xác định bởi mối quan hệ cung và cầu, trong đó có các yếu tố về đặc điểm vật lý và đặc điểm kinh tế - xã hội khác biệt với những thuộc tính của các tài sản khác. Sự ảnh hưởng của những đặc tính phụ thêm này được phản ánh trong cung - cầu và giá trị tài sản.

- Nguyên tắc thay đổi

Giá trị của tài sản thay đổi theo sự thay đổi của những yếu tố hình thành nên giá trị của nó.

Giá trị của tài sản cũng được hình thành trong quá trình thay đổi liên tục phản ánh hàng loạt các mối quan hệ nhân quả giữa các yếu tố ảnh hưởng đến giá trị.

¹⁰ Tổng hợp theo Hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam, Tiêu chuẩn số 06: Những nguyên tắc kinh tế chi phối hoạt động thẩm định giá tài sản (ban hành kèm theo quyết định số 77/2005/QĐ-BTC ngày 01/11/2005 của Bộ trưởng Bộ Tài chính).

Bản thân các yếu tố ảnh hưởng đến giá trị luôn luôn thay đổi. Do đó, trong thẩm định giá tài sản, thẩm định viên phải nắm được mối quan hệ nhân quả giữa các nhân tố ở trạng thái động, phải phân tích quá trình thay đổi nhằm xác định mức sử dụng tài sản tốt nhất và có hiệu quả nhất.

- Nguyên tắc dự tính lợi ích tương lai

Giá trị của tài sản có thể được xác định bằng việc dự tính khả năng sinh lợi trong tương lai. Giá trị của tài sản cũng chịu ảnh hưởng bởi việc dự kiến thị phần của những người tham gia thị trường và những thay đổi có thể dự tính trước trong yếu tố này cũng ảnh hưởng đến giá trị.

Việc ước tính giá trị của tài sản luôn luôn dựa trên các triển vọng tương lai, lợi ích dự kiến nhận được từ quyền sử dụng tài sản của người mua.

1.1.6. Quy trình thẩm định giá doanh nghiệp¹¹

Như đã nêu ở tiểu mục [1.1.2], vì doanh nghiệp là một tổ chức, có tài sản, theo đuổi mục tiêu sinh lợi thông qua những hoạt động kinh doanh của con người, nên giá trị doanh nghiệp sẽ phải khác với giá trị một tài sản thuần túy, và việc thẩm định giá doanh nghiệp là một vấn đề phức tạp hơn nhiều lần so với việc thẩm định giá một tài sản riêng biệt nào đó.

Điều này cũng hàm ý rằng quy trình thẩm định giá doanh nghiệp có thể sẽ có những nét đặc thù so với quy trình thẩm định giá tài sản nói chung. Tuy nhiên, hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam hiện chưa quy định tiêu chuẩn riêng cho quy trình thẩm định giá doanh nghiệp.

Do vậy, trong phần này, quy trình thẩm định giá doanh nghiệp được tác giả suy ra từ quy trình thẩm định giá tài sản nói chung (thuộc Tiêu chuẩn số 05, Hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam), gồm có sáu bước sau đây:

- **Bước 1:** Xác định tổng quát về doanh nghiệp cần thẩm định giá và xác định giá trị thị trường hoặc phi thị trường làm cơ sở thẩm định giá.
- **Bước 2:** Lập kế hoạch thẩm định giá.

¹¹ Tổng hợp theo Hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam, Tiêu chuẩn số 05: Quy trình thẩm định giá tài sản (ban hành kèm theo quyết định số 77/2005/QĐ-BTC ngày 01/11/2005 của Bộ trưởng Bộ Tài chính).

- **Bước 3:** Khảo sát hiện trường, thu thập thông tin.
- **Bước 4:** Phân tích thông tin.
- **Bước 5:** Thẩm định giá doanh nghiệp cần thẩm định giá.
- **Bước 6:** Lập báo cáo và chứng thư kết quả thẩm định giá.

Những bước đi trong quy trình thẩm định giá tài sản nói chung và quy trình thẩm định giá doanh nghiệp nói riêng, về khái quát là như nhau. Tuy nhiên, theo tác giả, những công việc cụ thể cần làm trong các bước đi đó của hai quy trình chắc chắn sẽ phải có những nét dị biệt.

Chẳng hạn như trong bước khảo sát hiện trường và thu thập thông tin: quy trình thẩm định giá tài sản nêu lên những dữ liệu cần thu thập chủ yếu để phục vụ cho việc thẩm định giá máy móc thiết bị, dây chuyền công nghệ, bất động sản (kể cả hoàn thành và dở dang) như: tính năng kỹ thuật (công suất, năng suất, công dụng) vị trí, đặc điểm, quy mô, kích thước, độ mới, cũ của tài sản ; vị trí thực tế của bất động sản so sánh với vị trí trên bản đồ địa chính, khung cảnh xung quanh, cơ sở hạ tầng (cấp và thoát nước, viễn thông, điện, đường), loại kiến trúc, mục đích sử dụng hiện tại, tuổi đời, tình trạng duy tu, sửa chữa...

Trong khi đó, quy trình thẩm định giá doanh nghiệp đòi hỏi phải thu thập dữ liệu về tài chính, sản xuất, kinh doanh, cũng như các yếu tố liên quan đến tài sản vô hình của doanh nghiệp như lợi thế thương mại, hoặc những số liệu về lãi suất phi rủi ro, phần bù rủi ro thị trường, bối cảnh hiện tại và triển vọng của ngành kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai...

Điều rõ ràng là nếu dữ liệu thu thập được đã khác nhau thì quá trình xử lý các dữ liệu đó, phân tích và giải thích kết quả cũng sẽ không thể giống nhau. Phân tích nêu trên làm nảy sinh vấn đề là nên chăng trong thời gian tới, cơ quan hoạch định chính sách cần ban hành thêm tiêu chuẩn riêng về quy trình thẩm định giá

doanh nghiệp để các doanh nghiệp và tổ chức thẩm định giá vận dụng một cách thống nhất?¹².

1.2. KHÁI LƯỢC VỀ CÁC PHƯƠNG PHÁP THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP PHỔ BIẾN¹³

Pablo Fernández (2004) cho rằng đối với những người quan tâm đến tài chính doanh nghiệp thì việc hiểu biết cơ chế và các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp là một trong những yêu cầu không thể thiếu được. Có nhiều phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp khác nhau, và một số phương pháp được sử dụng phổ biến có thể được phân loại như Bảng 1-1.

Bảng 1-1. Phân loại các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp chủ yếu

Các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp chủ yếu					
Dựa vào bảng cân đối kế toán	Dựa vào bảng báo cáo thu nhập	Phương pháp hỗn hợp (lợi thế thương mại)	Dòng lưu kim chiết khấu	Phương pháp sáng tạo giá trị	Dựa vào quyền chọn thực
-Giá trị sổ sách	-PER	-Cổ điển	-FCFF	-EVA	-Dựa vào
-Giá trị sổ sách điều chỉnh	-PS	-UEC gián lược	-FCFE	-EP	mô hình
-Giá trị thanh lý	-Các tỷ số khác	-UEC	-DDM	-CFROI	Black and
-Giá trị thay thế		-Trực tiếp	-APV	...	Scholes
		-Gián tiếp

Nguồn: Trích lược và tổng hợp từ Aswath Damodaran (2006) [15] ; Pablo Fernández (2004) [16] ; và Pablo Fernández (2001) [17].

Cùng chia sẻ quan điểm của Pablo Fernández, Aswath Damodaran (2006) cho rằng một cách tổng quát, có 4 phương pháp thẩm định giá. Do xem các mô hình

¹² Do vấn đề hoàn thiện quy trình thẩm định giá doanh nghiệp không nằm trong phạm vi nghiên cứu của đề tài này, nên tác giả chỉ dừng lại ở mức độ nêu lên gợi ý chính sách, mà không đề cập đến giải pháp chính sách cụ thể.

¹³ Tổng hợp theo các tài liệu [15] ; [16] ; [17] thuộc danh mục tài liệu tham khảo.

EVA, mô hình EP, và mô hình CFROI... là những biến thể của mô hình DCF, nên Damodaran nhập chúng vào nhóm các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu, mà không tách chúng thành một nhóm riêng biệt như Pablo Fernández (2004) đã làm.

Đặc biệt, trong một nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm liên quan đến các phương pháp thẩm định giá gần đây nhất của mình, Aswath Damodaran (2006) đã không đề cập đến nhóm các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại. Điều này không gây ngạc nhiên vì nó cũng phù hợp với quan điểm của Pablo Fernández (2004) khi ông này cho rằng mặc dù các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại đã từng được sử dụng rộng rãi trong quá khứ, chúng dường như mang tính tùy nghi và không hàm chứa nhiều tính khoa học. Và ngày nay, các phương pháp này ngày càng ít được sử dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp.

Trong Tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế 2005, hướng dẫn thẩm định giá quốc tế số [6]-Thẩm định giá doanh nghiệp (UBTCTĐGQT, 2006: 248) cũng chỉ ra ba cách tiếp cận phổ biến để thẩm định giá doanh nghiệp là: (i) cách tiếp cận vốn hoá thu nhập ; (ii) cách tiếp cận dựa vào thị trường ; và (iii) cách tiếp cận dựa trên tài sản.

Qua nghiên cứu đối chiếu cách thức phân loại của các tác giả khác nhau với hướng dẫn trong Tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế 2005, học viên thấy rằng, xét về nội dung, các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp dựa vào bảng cân đối kế toán thuộc vào cách tiếp cận thẩm định giá doanh nghiệp dựa trên tài sản. Các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp dựa vào bảng báo cáo thu nhập (hay dựa vào các tỷ số) thuộc cách tiếp cận thẩm định giá dựa vào thị trường. Cuối cùng, phương pháp dòng lưu kim chiết khấu và các mô hình biến thể của nó chính là các phương pháp vốn hoá thu nhập.

Dẫn chứng nêu trên cho thấy quan điểm phân loại các phương pháp thẩm định giá của các tác giả khác nhau là khá tương đồng. Tuy nhiên, học viên cho rằng việc phân loại theo cách tiếp cận ở Bảng 1-1 mang tính chi tiết và hệ thống hoá cao

hơn, giúp làm sáng rõ mối quan hệ và cơ sở lý luận của các phương pháp trong cùng một nhóm.

Xuất phát từ phạm vi nghiên cứu của đề tài, cũng như những ràng buộc về thời gian, khả năng, và dung lượng nghiên cứu, *nội dung của đề tài này sẽ không đề cập đến các phương pháp định giá dựa vào quyền chọn thực. Các phương pháp khác cũng chỉ được trình bày ở mức độ khái lược.*

1.2.1. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng cân đối kế toán¹⁴

Các phương pháp thuộc nhóm này thẩm định giá doanh nghiệp trên cơ sở ước lượng giá trị các tài sản của nó. Các tài sản này được hình thành từ hai nguồn: vốn vay và vốn chủ sở hữu, được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán. Ưu điểm đặc thù của các phương pháp thuộc nhóm này đó là chúng cho phép các đối tượng quan tâm thấy rằng giá trị doanh nghiệp là một lượng tài sản có thật, nghĩa là cho phép họ kiểm chứng, đối chiếu kết quả thẩm định với những bằng chứng kế toán rõ ràng.

Tuy nhiên, các phương pháp này thẩm định giá doanh nghiệp trong trạng thái tĩnh, và vì thế không quan tâm đến những triển vọng tương lai của doanh nghiệp, cũng như yếu tố giá trị theo thời gian của tiền tệ. Vì thế, nếu một doanh nghiệp có quy mô tài sản hiện hữu không lớn nhưng lại có tiềm năng tăng trưởng cao trong tương lai được thẩm định giá theo các phương pháp này, thì có thể xảy ra tình huống giá trị của nó được ước tính quá thấp.

Do không xuất hiện trên bảng cân đối kế toán, những yếu tố phi vật chất có khả năng tác động đến giá trị doanh nghiệp như: bối cảnh hiện hành của ngành kinh doanh, nguồn tài nguyên nhân sự, hay những vấn đề thuộc về tổ chức doanh nghiệp... hầu như không được xem xét đến trong các phương pháp này.

Thêm vào đó, trong nhóm này, kỹ thuật thẩm định giá bằng phương pháp dựa vào giá trị sổ sách điều chỉnh (hay còn gọi là phương pháp giá trị tài sản thuần) là khá phức tạp, tốn kém nhiều thời gian, công sức, và chi phí.

¹⁴ Balance sheet-based methods

1.2.1.1. Giá trị sổ sách¹⁵

Dựa vào số liệu về tổng tài sản và cơ cấu nguồn vốn phản ánh trên bảng cân đối kế toán tại thời điểm thẩm định giá, phương pháp này ước tính giá trị doanh nghiệp đối với chủ sở hữu bằng cách lấy tổng tài sản ở phần tài sản trừ đi các khoản nợ phải trả ở phần nguồn vốn.

Nói cách khác, giá trị doanh nghiệp theo sổ kế toán là tổng giá trị tài sản thể hiện trên bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp ; còn giá trị phần vốn chủ sở hữu theo sổ kế toán sẽ bằng giá trị doanh nghiệp theo sổ kế toán trừ các khoản nợ phải trả, số dư quỹ phúc lợi, khen thưởng và số dư nguồn kinh phí sự nghiệp (nếu có).

Giá trị doanh nghiệp xác định theo phương pháp này chỉ là những thông tin lịch sử mang tính tham khảo trong quá trình vận dụng các phương pháp khác.

1.2.1.2. Giá trị sổ sách điều chỉnh¹⁶

Theo phương pháp này, trước hết cần loại bỏ khỏi danh mục thẩm định giá những tài sản thuê, mượn, nhận góp vốn liên doanh, liên kết, những tài sản không cần dùng, ứ đọng chờ thanh lý...Sau đó tiến hành đánh giá số tài sản còn lại theo giá thị trường của chúng.

$$V_E = V_A - V_D \quad (1.1)$$

Trong đó:

V_E : Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu.

V_A : Giá trị thị trường của toàn bộ tài sản

V_D : Giá trị thị trường của nợ.

Xét về nguyên lý, phương pháp này chính là phương pháp tài sản hiện đang được áp dụng tại Việt Nam, theo Thông tư số 146/2007/TT-BTC ngày 06.12.2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện Nghị định 109/2007/NĐ-CP ngày

¹⁵ Book value

¹⁶ Adjusted book value

26.06.2007 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần

Mặc dù ý tưởng của phương pháp này là đơn giản, nhưng việc triển khai đánh giá giá trị thị trường của các tài sản của doanh nghiệp là công việc khá tốn kém thời gian, công sức, và tiền của.

Ngoài hai phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp dựa vào giá trị sổ sách [mục 1.2.1.1] và dựa vào giá trị sổ sách điều chỉnh [mục 1.2.1.2], giá trị doanh nghiệp còn được ước tính dựa vào giá trị thanh lý hoặc dựa vào giá trị thay thế.

1.2.1.3. *Giá trị thanh lý*¹⁷

Theo phương pháp này, giá trị doanh nghiệp được xác định bằng cách lấy giá trị doanh nghiệp theo phương pháp dựa vào giá trị sổ sách điều chỉnh [mục 1.2.1.2] trừ đi các khoản chi phí liên quan đến thanh lý doanh nghiệp (như các khoản thanh toán cho người lao động, các khoản trả thuế...)

Như vậy, phương pháp thẩm định giá này dựa trên giá trị thanh lý tài sản của doanh nghiệp. Sự hữu dụng của phương pháp chỉ giới hạn trong những tình huống rất đặc biệt, chẳng hạn như khi doanh nghiệp được bán đi với mục đích thanh lý. Có lẽ phương pháp này sẽ thích hợp cho việc thẩm định giá các doanh nghiệp có nguy cơ phá sản, hoạt động thua lỗ kéo dài hoặc/và khả năng sinh lời thấp.

1.2.1.4. *Giá trị thay thế*

Khái niệm giá trị thay thế được hiểu là các khoản đầu tư cần thiết để tạo lập một doanh nghiệp có tình trạng tương tự như doanh nghiệp đang được thẩm định giá. Thông thường, giá trị thay thế không bao gồm những tài sản không được sử dụng cho quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Phương pháp này ít được sử dụng trong thực tế và thường chỉ phù hợp với việc thẩm định giá tài sản cho mục đích bảo hiểm.

¹⁷ Liquidation value

1.2.2. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng báo cáo thu nhập¹⁸

Không giống như các phương pháp thẩm định dựa vào bảng cân đối kế toán, các phương pháp trong mục này dựa trên bảng báo cáo thu nhập (còn gọi là báo cáo kết quả kinh doanh) của doanh nghiệp. Chúng thẩm định giá doanh nghiệp thông qua quy mô thu nhập, doanh thu, và những chỉ báo khác của doanh nghiệp.

Nhóm các phương pháp này được sử dụng khá thường xuyên và thường được ca ngợi là có nhiều ưu điểm không chỉ bởi vì chúng dễ được chấp nhận do dựa trên nền tảng giá trị thị trường và những thông tin công bố trên thị trường, mà còn vì chúng cho phép có được kết quả thẩm định giá một cách nhanh chóng, hỗ trợ cho các đối tượng quan tâm ra quyết định kịp thời.

Kết quả thẩm định giá từ các phương pháp này cũng thường được sử dụng để so sánh với kết quả của các phương pháp khác. Sự so sánh này giúp nhà phân tích đạt được một kết quả thẩm định giá phù hợp và đáng tin cậy hơn, cũng như nhận diện được sự khác biệt giữa doanh nghiệp được thẩm định và doanh nghiệp được sử dụng để so sánh.

Tuy nhiên, các phương pháp này đòi hỏi người sử dụng phải có nhiều trải nghiệm thực tiễn, hiểu biết sâu sắc doanh nghiệp cần thẩm định giá và bối cảnh ngành kinh doanh của doanh nghiệp đó. Do mang nặng tính kinh nghiệm chủ quan nên các phương pháp thuộc nhóm này thường cho ra những kết quả thẩm định giá có độ phân tán cao, và thường gây ra nhiều tranh cãi.

1.2.2.1. Sử dụng tỷ số giá-thu nhập (PER)

Theo phương pháp này, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu được ước lượng bằng cách lấy lợi nhuận ròng dự kiến nhân với tỷ số giá-thu nhập (PER) ước lượng cho doanh nghiệp.

Phương pháp này có ưu điểm là không quá phức tạp, dễ được các biên liên quan chấp nhận do sử dụng thông tin thị trường cho quá trình thẩm định giá¹⁹.

¹⁸ Income statement-based methods

Tuy nhiên, nó chỉ áp dụng thuận lợi khi đã tồn tại một thị trường chứng khoán phát triển, có nhiều doanh nghiệp tương đương đang được niêm yết và giao dịch trên thị trường, và giả định rằng toàn bộ lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp cũng chính là thu nhập dành cho cổ đông thông thường. Phương pháp này cũng không xem xét đến các xu thế phát triển của doanh nghiệp, và trở nên không chính xác khi thị trường, một cách trung bình, đánh giá không đúng giá trị của các doanh nghiệp được dùng để so sánh.

$$V_E = \text{Lợi nhuận ròng (dự kiến)} \times \text{PER (ước lượng)} \quad (1.2)$$

Trong đó:

V_E : Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu.

$$\text{PER} = \frac{P_0}{\text{EPS}} \quad (1.3)$$

P_0 : Giá trị thị trường hiện hành của cổ phần thông thường (hoặc đôi khi là giá trị thị trường trung bình của cổ phần trong năm)

EPS : Thu nhập dự kiến trong năm tới của mỗi cổ phần thông thường (hoặc đôi khi là thu nhập của mỗi cổ phần thường trong năm tài chính gần nhất)

$$\text{Với :} \quad \text{EPS} = \frac{\text{NI}}{\text{N}} \quad (1.4)$$

NI : Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp (dự kiến)

N : Số lượng cổ phần thông thường đang lưu hành

Như vậy, muốn vận dụng được phương pháp này thì cần phải dự báo được lợi nhuận ròng và ước lượng được PER cho doanh nghiệp cần thẩm định giá.

Quy trình thường gặp để ước lượng PER là: (i) Lựa chọn một nhóm các doanh nghiệp có thể so sánh với doanh nghiệp cần thẩm định giá ; (ii) Tính toán tỷ số PER bình quân cho nhóm các doanh nghiệp này ; (iii) Thực hiện điều chỉnh một cách chủ

¹⁹Về thực chất, PER là một tham số biểu hiện quan hệ so sánh giữa một chỉ tiêu thị trường (giá thị trường của cổ phần) và một chỉ tiêu kế toán thuần túy (thu nhập trên mỗi cổ phần).

quan giá trị PER bình quân này sao cho có thể phản ánh được sự khác biệt giữa doanh nghiệp cần thẩm định giá và các doanh nghiệp dùng để so sánh.

Vấn đề là ở chỗ liệu nhóm các doanh nghiệp được chọn ra một cách chủ quan ấy có phải là chuẩn mực tốt để so sánh hay không? Thậm chí ngay cả khi nhóm các doanh nghiệp so sánh được lựa chọn ra một cách hợp lý, thì sự khác biệt căn bản giữa chúng và doanh nghiệp cần thẩm định giá vẫn cứ còn dai dẳng.

Hơn nữa, bản thân tỷ số PER ước lượng phản ánh động thái của thị trường đối với các doanh nghiệp trong nhóm so sánh. Điều này hàm ý rằng nếu sử dụng tỷ số này để thẩm định giá doanh nghiệp, thì có khả năng làm cho doanh nghiệp đó bị định giá quá cao hoặc quá thấp khi mà các doanh nghiệp so sánh được thị trường định giá vượt giá hoặc dưới giá so với giá trị nội tại của chúng.

Xuất phát từ hạn chế của cách tiếp cận nhóm doanh nghiệp so sánh, Aswath Damodaran (2006) đề xuất sử dụng mô hình hồi quy đa biến để ước lượng PER. Trong mô hình này, tỷ số giá-thu nhập (PER) là biến phụ thuộc, còn tỷ lệ chi trả cổ tức (PAYOUT), hệ số bê-ta của cổ phiếu (BETA) và tốc độ tăng trưởng thu nhập (ERG) là các biến độc lập trong mô hình.

Dữ liệu (trong khoảng năm năm) của toàn bộ các doanh nghiệp tiêu biểu (trong cùng ngành) có thể được sử dụng cho hồi quy, nhưng cần loại bỏ khỏi mẫu nghiên cứu những doanh nghiệp nào có thu nhập âm.

1.2.2.2. Sử dụng tỷ số giá-doanh thu (PS)

Theo phương pháp này, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu có thể được ước lượng bằng cách lấy doanh thu dự kiến nhân với tỷ số giá-doanh thu ước lượng (được tính bằng cách lấy giá trị thị trường của mỗi đơn vị cổ phần thường chia cho doanh thu trên mỗi đơn vị cổ phần thường)

Nếu như chỉ tiêu thu nhập chịu sự ảnh hưởng rất lớn của những quyết định kế toán liên quan đến khấu hao, hạch toán tồn kho, hay các khoản chi phí bất thường, thì doanh thu lại là chỉ tiêu chịu sự tác động này ít hơn. Cho nên điểm thuận

lợi khi sử dụng tỷ số giá-doanh thu là ở chỗ việc so sánh doanh nghiệp cần thẩm định giá với nhóm các doanh nghiệp so sánh ở những thị trường khác nhau, áp dụng những hệ thống kế toán khác nhau sẽ trở nên dễ dàng hơn so với sử dụng tỷ số giá-thu nhập

1.2.2.3. Các tỷ số khác

Với cùng một lô-gíc như phương pháp sử dụng tỷ số PER hay tỷ số PS, người ta còn đề xuất một số tỷ số khác để thẩm định giá doanh nghiệp. Pablo Fernández (2001) đã thống kê được 14 tỷ số được các nhà phân tích thường xuyên sử dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp như sau²⁰:

- PER (Price earnings ratio): Tỷ số giá-thu nhập
- PS (Price to sales): Tỷ số giá-doanh thu
- P/CE (Price to cash earnings): Tỷ số giá-thu nhập ròng trước khấu hao và nợ vay
- P/LFCF (Price to levered free cash flow): Tỷ số giá-dòng lưu kim tự do có vay nợ
- P/BV (Price to book value): Tỷ số giá-giá trị sổ sách
- P/AV (Price to asset value): Tỷ số giá-giá trị tài sản
- P/Customer (Price to customer): Tỷ số giá-số lượng khách hàng
- P/Output (Price to output): Tỷ số giá-sản lượng đầu ra
- EV/EBITDA (Enterprise value to EBITDA): Tỷ số giá trị doanh nghiệp-thu nhập trước thuế, lãi vay, và khấu hao.
- EV/S (Enterprise value to sales): Tỷ số giá trị doanh nghiệp-doanh thu

²⁰ Trong danh sách các tỷ số được liệt kê, có những tỷ số không được xác định bởi những chỉ tiêu có trong bảng báo cáo thu nhập. Điều này làm cho việc phân chúng vào tiểu mục [1.2.2] trở nên không thích hợp lắm. Nhưng do chúng có cùng một lô-gíc vận dụng nên được sắp vào tiểu mục này để tiện theo dõi.

- EV/EG (Enterprise value to EBITDA growth): Tỷ số giá trị doanh nghiệp-tốc độ tăng trưởng của EBITDA
- EV/FCF (Enterprise value to unlevered free cash flow): Tỷ số giá trị doanh nghiệp-dòng lưu kim tự do không vay nợ
- EV/BV (Enterprise value to book value): Tỷ số giá trị doanh nghiệp-giá trị sổ sách
- PEG (Price earnings PER to growth): Tỷ số PER-tăng trưởng của thu nhập trên mỗi đơn vị cổ phần thường trong những năm tới.

1.2.3. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại²¹

Theo Pablo Fernández (2004), một cách tổng quát thì lợi thế thương mại là giá trị mà doanh nghiệp đạt được vượt trên giá trị sổ sách hoặc giá trị sổ sách điều chỉnh của nó. Lợi thế thương mại đại diện cho giá trị của những tài sản vô hình của doanh nghiệp, tuy thường không xuất hiện trên bảng cân đối kế toán, nhưng lại có khả năng tạo ra những lợi thế cho doanh nghiệp trong quan hệ so sánh với các doanh nghiệp hoạt động cùng ngành (chẳng hạn như có mối quan hệ tốt với khách hàng, có thương hiệu mạnh, chất lượng của đội ngũ quản lý doanh nghiệp...).

Mặc dù cho đến nay vẫn chưa có sự đồng thuận về mặt phương pháp để thẩm định giá của lợi thế thương mại, nhưng nhìn chung thì các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại áp dụng một cách tiếp cận hỗn hợp: một mặt vừa ước lượng giá trị của những tài sản hữu hình, mặt khác cũng cố gắng lượng hoá giá trị hiện tại của dòng siêu lợi nhuận do tài sản vô hình của doanh nghiệp tạo ra trong tương lai.

Như đã nêu trong mục [1.2], Pablo Fernández (2004) cho rằng mặc dù các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại đã từng được sử dụng rộng rãi trong quá khứ, chúng dường như mang tính tùy nghi và không hàm chứa nhiều tính khoa học. Ngày nay, các phương pháp này ngày càng ít được sử dụng trong

²¹ Goodwill-based methods

thẩm định giá doanh nghiệp. Phần dưới đây giới thiệu tóm lược một vài phương pháp thẩm định dựa vào lợi thế thương mại đã từng được sử dụng rộng rãi nhất.

1.2.3.1. Mô hình cổ điển

Theo mô hình này, giá trị doanh nghiệp bằng giá trị thị trường tài sản ròng của nó cộng với giá trị lợi thế thương mại. Trong đó, lợi thế thương mại được ước tính bằng n lần lợi nhuận ròng, hoặc là một tỷ lệ phần trăm nhất định trên doanh thu của doanh nghiệp. Cả hai thành tố (n) và (z) đều là những con số ước tính chủ quan của người thẩm định giá.

$$V = A + n.B \quad (1.5)$$

$$V = A + z.F \quad (1.6)$$

Trong đó:

A : Giá trị thị trường tài sản ròng ; B : Lợi nhuận ròng

n : Hệ số nhân nằm trong khoảng 1,5 đến 3

z : Phần trăm nhất định của doanh thu ; F : Doanh thu

Công thức (1.5) chủ yếu dùng cho các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp, và một biến thể của nó là dùng dòng lưu kim thay cho lợi nhuận ròng, còn công thức (1.6) thì thường dùng cho các doanh nghiệp thương mại bán lẻ.

1.2.3.2. Mô hình UEC giản lược

Theo phương pháp này, giá trị doanh nghiệp được xác định bằng cách lấy giá trị thị trường tài sản ròng cộng với giá trị của lợi thế thương mại. Trong đó lợi thế thương mại được ước tính bằng cách vốn hoá dòng siêu lợi nhuận (chênh lệch giữa lợi nhuận ròng và lợi nhuận đạt được từ đầu tư tài sản ròng ở mức tỷ suất sinh lời phi rủi ro), biểu diễn bằng công thức (1.7) sau đây:

$$V = A + a_n(B - i.A) \quad (1.7)$$

Trong đó:

A : Giá trị thị trường của tài sản ròng

$a_n = \left[\frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n} \right]$: Thừa số giá trị hiện tại của chuỗi niên kim (hay dòng lưu

kim thuần nhất), với (n) thường được lấy từ 5 năm đến 8 năm, và (r) là lãi suất chiết khấu (thường là chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp).

B : Lợi nhuận ròng của năm vừa qua (hoặc dự báo cho năm sắp tới)

i : Tỷ suất sinh lời của tài sản tương đương với lãi suất phi rủi ro

$(B - i.A)$: Siêu lợi nhuận

1.2.3.3. Mô hình UEC

Theo phương pháp này, giá trị của lợi thế thương mại được ước tính bằng cách vốn hoá dòng siêu lợi nhuận (chênh lệch giữa lợi nhuận ròng và lợi nhuận đạt được từ đầu tư một lượng vốn đúng bằng giá trị của doanh nghiệp ở mức tỷ suất sinh lời phi rủi ro), biểu diễn bằng công thức (1.8) sau đây:

$$V = A + a_n(B - i.V) \quad (1.8)$$

Từ (1.8), người ta có thể viết công thức thực hành như sau:

$$V = \frac{(A + a_n.B)}{(1 + i.a_n)} \quad (1.9)$$

Điểm khác biệt giữa mô hình UEC này và mô hình UEC giản lược (trình bày ở mục [1.2.3.2]) là giá trị của lợi thế thương mại được tính từ chính giá trị doanh nghiệp (V) mà chúng ta đang tìm kiếm, trong khi mô hình UEC giản lược sử dụng giá trị tài sản ròng (A).

1.2.3.4. Mô hình gián tiếp

Công thức cho phép tính được giá trị doanh nghiệp theo mô hình này như sau

$$V = \frac{A + \frac{B}{i}}{2} = A + \frac{(B - i.A)}{2i} \quad (1.10)$$

Thành tố (i) trong (1.10) thường là lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn

1.2.3.5. *Mô hình trực tiếp (hay Anglo-Saxon)*

Công thức cho phép tính được giá trị doanh nghiệp theo mô hình này như sau

$$V = A + \frac{(B - i.A)}{t_m} \quad (1.11)$$

Thành tố (t_m) trong công thức (1.11) được xác định bằng cách lấy tỷ suất sinh lời của chứng khoán có thu nhập cố định nhân với hệ số điều chỉnh rủi ro (hệ số này thường nhận các giá trị từ 1,25 đến 1,5).

1.2.4. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu²²

1.2.4.1. *Vị trí của các mô hình dòng lưu kim chiết khấu trong công tác thẩm định giá doanh nghiệp*

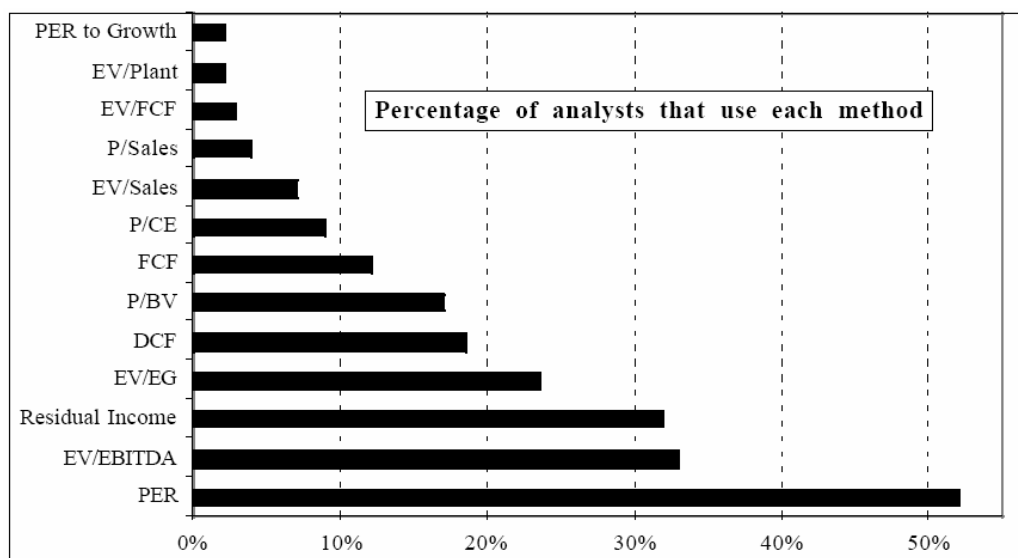
Để minh họa cho phân tích về vị trí của các mô hình DCF trong thẩm định giá doanh nghiệp, Pablo Fernández (2001) đã trích lại số liệu thống kê của Morgan Stanley Dean Witter Research cho thấy rằng trong số những phương pháp thẩm định giá được áp dụng rộng rãi nhất cho các doanh nghiệp ở Châu Âu, thì phương pháp DCF được xếp ở vị trí thứ 5, sau các phương pháp sử dụng tỷ số như PER, EV/EBITDA, và EV/EG (hình 1.1).

Aswath Damodaran (2006) cũng thừa nhận rằng trong khi thẩm định giá doanh nghiệp dựa vào các mô hình DCF là chủ đề được tập trung nghiên cứu trên giảng đường và trong các thảo luận học thuật, có một thực tế là hầu như 90% các báo cáo thẩm định giá của vốn chủ sở hữu và 50% các cuộc thẩm định giá cho mục tiêu sáp nhập doanh nghiệp đều dựa trên cơ sở sử dụng các tỷ số như tỷ số PS hay tỷ số EV/EBITDA. Ông đưa ra mấy lý do sau đây để giải thích tại sao phương pháp sử dụng các tỷ số lại được sử dụng phổ biến hơn so với các mô hình DCF:

²² Cash flow discounting-based methods, sau đây được gọi tắt là các mô hình DCF

- Một là việc thẩm định giá thông qua các tỷ số có thể được hoàn tất với ít các giả định, và nhanh chóng hơn nhiều so với việc thẩm định giá thông qua các mô hình DCF.
- Hai là việc thẩm định giá bằng tỷ số thì đơn giản, dễ hiểu, và có thể trình bày cho các khách hàng một cách dễ dàng hơn so với các mô hình DCF.
- Ba là việc thẩm định giá bằng tỷ số dường như phản ánh những động thái của thị trường nhiều hơn và trên thực tế, kết quả thẩm định bằng tỷ số thường gần với giá thị trường hơn so với thẩm định bằng các mô hình DCF.

Tuy nhiên, việc phương pháp tỷ số được sử dụng phổ biến hơn so với các mô hình DCF hoàn toàn không có nghĩa là các mô hình DCF kém tính ưu việt hơn. Aswath Damodaran lưu ý chúng ta về tính dễ bị lạm dụng và bóp méo của các phương pháp sử dụng tỷ số, đặc biệt là khi sử dụng các doanh nghiệp có thể so sánh. Bởi không có hai doanh nghiệp nào giống nhau tuyệt đối về rủi ro và tăng trưởng, khái niệm về “doanh nghiệp có thể so sánh” là hoàn toàn chủ quan. Hậu quả là các thẩm định viên thiên vị có thể lựa chọn “những doanh nghiệp có thể so sánh” để “xác nhận” cho sự thiên lệch của họ đối với kết quả thẩm định giá.



Hình 1.1. Các phương pháp thẩm định giá được sử dụng phổ biến nhất

Nguồn: Morgan Stanley Dean Witter Research, trích trong Pablo Fernández (2001) [17].

Mặc dù phương pháp dòng lưu kim chiết khấu không nằm ở vị trí dẫn đầu trong các phương pháp được sử dụng phổ biến để thẩm định giá doanh nghiệp, nhiều nhà nghiên cứu [Michael J. Mauboussin (2006) ; Pablo Fernández (2004)] vẫn nhất trí với nhận định rằng các mô hình DCF là đáng tin cậy về mặt lý thuyết, và ngày càng được sử dụng rộng rãi như là một trong những phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp đúng đắn trên thế giới.

1.2.4.2. Mô hình DCF tổng quát

Các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp dựa vào dòng lưu kim chiết khấu được xây dựng trên cơ sở cho rằng giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào chuỗi thu nhập kỳ vọng mà nó có thể tạo ra trong tương lai, cũng như mức độ rủi ro của chuỗi thu nhập kỳ vọng đó.

Theo các phương pháp này thì giá trị doanh nghiệp sẽ được ước tính bằng cách chiết khấu dòng lưu kim kỳ vọng của doanh nghiệp bằng một lãi suất chiết khấu thích hợp, có tính đến yếu tố rủi ro của dòng lưu kim ấy. Nói chung, các mô hình DCF đều xuất phát từ quá trình hiện tại hoá dòng lưu kim kỳ vọng như sau:

$$V = \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} + \dots + \frac{CF_\infty}{(1+k)^\infty} \quad (1.12)$$

Trong đó:

V : Giá trị doanh nghiệp

CF_i : (Cash flow) Lưu kim kỳ vọng của doanh nghiệp ở kỳ thứ i

k : Tỷ suất chiết khấu thích hợp với dòng lưu kim kỳ vọng

Bản thân ý tưởng của mô hình DCF tổng quát thì không phức tạp và khá gọn gàng về mặt lý thuyết, nhưng vấn đề nằm ở chỗ làm thế nào để ước lượng được các tham số đầu vào của mô hình? Những quan điểm khác nhau về việc ước lượng dòng lưu kim kỳ vọng và tỷ suất chiết khấu đã dẫn đến sự ra đời của nhiều biến thể khác nhau của mô hình này.

1.2.4.3. Các biến thể của mô hình DCF

Theo Aswath Damodaran (2006), trên thực tế có 4 biến thể (Variants) của mô hình DCF, và các nhà nghiên cứu lý thuyết lâu nay vẫn tiếp tục tranh cãi về những điểm thuận lợi và bất lợi của chúng.

- Một là chúng ta thẩm định giá doanh nghiệp bằng cách chiết khấu dòng lưu kim kỳ vọng của doanh nghiệp với tỷ suất chiết khấu đã điều chỉnh rủi ro. Ta gọi biến thể này là các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu²³
- Hai là chúng ta thực hiện điều chỉnh rủi ro của dòng lưu kim kỳ vọng để có được dòng lưu kim chắc chắn tương đương, sau đó chiết khấu nó với một tỷ suất chiết khấu phi rủi ro để có được giá trị thẩm định. Cách tiếp cận này được gọi là mô hình tương đương chắc chắn²⁴.
- Ba là giá trị doanh nghiệp sẽ được thẩm định mà không tính đến tác động của nợ vay (nghĩa là dựa trên cơ sở được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu), sau đó mới xem xét đến tác động của việc vay nợ đến giá trị doanh nghiệp. Cách tiếp cận này được gọi là mô hình giá trị hiện tại hiệu chỉnh²⁵
- Cuối cùng, dòng lưu kim kỳ vọng của doanh nghiệp sẽ được phân tách thành hai phần: (i) dòng lưu kim thu nhập bình thường trên vốn đầu tư, và (ii) dòng lưu kim thu nhập vượt trội. Giá trị doanh nghiệp sẽ được ước lượng trên cơ sở thẩm định một cách riêng biệt hai dòng lưu kim này. Cách tiếp cận này được gọi là các mô hình thu nhập vượt trội²⁶

Dĩ nhiên, có những giả định thông thường ràng buộc các cách tiếp cận nêu trên với nhau, nhưng trên thực tế mỗi cách tiếp cận cũng có những giả định khác nhau, làm cho các kết quả thẩm định giá doanh nghiệp theo chúng cũng khác nhau.

²³ Discount rate adjustment models

²⁴ Certainty Equivalent models

²⁵ Adjusted present value models

²⁶ Excess return models, hay còn được Pablo Fernández (2004) gọi là nhóm các phương pháp sáng tạo giá trị (value creation methods) mà tác giả đã trình bày ở Bảng 1.1

Trong số các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu nêu trên, các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu là những biến thể thường được sử dụng nhất.

Bảng 1-2. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu

Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu			
Các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu	Các mô hình tương đương chắc chắn	Các mô hình thu nhập vượt trội	Mô hình giá trị hiện tại hiệu chỉnh
-DDM	-UM	-EVA	-APV
-FCFE	-RRM	-EP	
-FCFF		-CFROI	

Nguồn: Tác giả tổng hợp và xây dựng theo Aswath Damodaran (2006) [15].

1.2.4.4. *Khái quát về các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu*

Về mặt nguyên tắc, để thẩm định giá một doanh nghiệp theo các mô hình này, ta phải dự báo được dòng lưu kim kỳ vọng mà doanh nghiệp có thể tạo ra trong suốt thời gian hoạt động của nó. Công việc này sẽ trở nên đặc biệt phức tạp khi thời gian hoạt động của một doanh nghiệp (thí dụ như một công ty cổ phần) sẽ (hoặc được giả định là) kéo dài vô tận. Điều này hàm ý rằng giá trị doanh nghiệp là hiện giá của một dòng lưu kim vĩnh viễn, như đã được mô tả trong công thức (1.12).

Quy trình thường gặp để giải quyết khó khăn nêu trên là cố gắng dự báo dòng lưu kim kỳ vọng trong một (hoặc một vài) thời đoạn tăng trưởng bất thường, và một giá trị kết thúc (TV_n) vào cuối thời đoạn đó.

Theo quy trình này, công thức (1.12) có thể được viết lại như sau:

$$V = \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} + \frac{TV_n}{(1+k)^n} \quad (1.13)$$

Trong đó:

CF_i : (Cash flow) Lưu kim kỳ vọng của doanh nghiệp ở kỳ thứ i

k : Tỷ suất chiết khấu thích hợp với dòng lưu kim kỳ vọng

TV_n : (Terminal value) Giá trị kết thúc của doanh nghiệp ở kỳ thứ n

Trong công thức (1.13), có sự hiện diện của ba tham số: (i) Dòng lưu kim kỳ vọng ; (ii) Tỷ suất chiết khấu ; và (iii) Giá trị kết thúc. Một số vấn đề có tính tổng quát về ba tham số này sẽ được trình bày dưới đây.

1.2.4.4.1. Dòng lưu kim kỳ vọng

Có hai cách tiếp cận khi thẩm định giá doanh nghiệp bằng các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu: (i) Thẩm định giá toàn bộ doanh nghiệp ; và (ii) Thẩm định giá vốn chủ sở hữu. Tương ứng với hai cách tiếp cận này là hai dạng thức dòng lưu kim kỳ vọng: (i) Dòng lưu kim tự do của doanh nghiệp ; và (ii) Dòng lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu.

Dòng lưu kim tự do của doanh nghiệp (FCFF) là dòng lưu kim trước nợ vay và sau khi đã trang trải nhu cầu tái đầu tư, cụ thể là:

$$FCFF = \text{Lợi nhuận trước thuế và lãi}(1 - \text{thuế suất}) + \text{Khấu hao} - \text{Chi tiêu đầu tư vào tài sản cố định} - \text{Thay đổi vốn lưu động}$$

Mặc dù lợi tức cổ phần (Dividends) là thước đo dễ quan sát nhất của dòng lưu kim dành cho chủ sở hữu, nhưng một cách tổng quát hơn thì dòng lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu (FCFE) phải được hiểu là dòng lưu kim sau khi đã trang trải các khoản nợ và các nhu cầu tái đầu tư, cụ thể là:

$$FCFE = \text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Khấu hao} - \text{Chi tiêu đầu tư vào tài sản cố định} - \text{Thay đổi vốn lưu động} - \text{Các khoản trả nợ gốc} + \text{Nợ mới huy động}$$

Như vậy, cả FCFF và FCFE đều là các dòng lưu kim sau thuế và sau khi đã trang trải nhu cầu tái đầu tư của doanh nghiệp.

Từ hai cách tiếp cận nêu trên, ta có các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu được sử dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp là: biến thể DDM, biến thể FCFE, và biến thể FCFF.

1.2.4.4.2. Giá trị kết thúc

Như đã trình bày, hoạt động của một doanh nghiệp (thí dụ như một công ty cổ phần) sẽ (hoặc được giả định là) kéo dài vô tận, và vì thế, dòng lưu kim kỳ vọng mà nó tạo ra là vĩnh viễn. Bởi không thể ước lượng được một dòng lưu kim vĩnh viễn nên ta phải đặt ra một thời điểm kết thúc trên dòng lưu kim này, bằng cách dừng việc chiết khấu dòng lưu kim vào một lúc nào đó trong tương lai, rồi tính toán một giá trị kết thúc mà có thể phản ánh được giá trị doanh nghiệp vào thời điểm đó. Có hai câu hỏi được đặt ra ở đây: (i) Thời đoạn tăng trưởng bất thường sẽ kéo dài trong bao lâu, và đâu sẽ là thời điểm kết thúc? ; (ii) Giá trị kết thúc được ước lượng như thế nào?

Liên quan đến câu hỏi thứ nhất, Aswath Damodaran (2005)²⁷ cho rằng vấn đề liệu công ty có thể duy trì được sự tăng trưởng cao trong bao lâu có lẽ là một trong những câu hỏi khó trả lời trong bài toán thẩm định giá. Mọi doanh nghiệp, trong trường hợp tốt nhất, cuối cùng đều trở thành những doanh nghiệp tăng trưởng ổn định, vì tăng trưởng cao làm cho doanh nghiệp trở nên lớn hơn, và cuối cùng, chính qui mô của doanh nghiệp lại trở thành trở ngại cho sự tăng trưởng cao hơn nữa.

Trong tình huống tệ nhất, doanh nghiệp không chắc còn tồn tại được và phải bị thanh lý. Hơn nữa, sự tăng trưởng cao của doanh nghiệp được hình thành từ những khoản thu nhập vượt trội do hoạt động đầu tư của mình²⁸. Như vậy, khi ta giả định rằng một công ty sẽ tăng trưởng cao trong 5 hay 10 năm tới, thì ta cũng ngầm giả định rằng công ty ấy sẽ nhận được thu nhập vượt trội (tức là vượt lên trên suất sinh lợi yêu cầu) trong suốt thời gian đó. Trong một thị trường cạnh tranh, thu nhập vượt trội này cuối cùng sẽ bị tranh giành bởi các đối thủ cạnh tranh mới và cuối cùng sẽ biến mất.

²⁷ Trích trong bản dịch tiếng Việt của Nguyễn Xuân Thành và Kim Chi (2007), học liệu của Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright Việt Nam, số thứ tự [10] thuộc danh mục tài liệu tham khảo.

²⁸ Giá trị tăng thêm hình thành từ những doanh nghiệp có lợi nhuận từ vốn đầu tư vượt quá chi phí vốn đầu tư (hay lợi nhuận từ vốn chủ sở hữu vượt quá chi phí vốn chủ sở hữu).

Aswath Damodaran (2005) cũng cho rằng để xem xét một doanh nghiệp sẽ có thể duy trì tăng trưởng cao trong bao lâu, có thể cân nhắc ba yếu tố sau:

- Một là qui mô của doanh nghiệp: Những doanh nghiệp nhỏ có nhiều khả năng nhận được thu nhập vượt trội và duy trì thu nhập vượt trội này hơn so với các doanh nghiệp tương tự nhưng lớn hơn. Điều này là vì họ còn có nhiều chỗ hơn để tăng trưởng và có thị trường tiềm năng lớn hơn. Những doanh nghiệp nhỏ trong những thị trường lớn sẽ có tiềm năng tăng trưởng cao (chí ít là về doanh thu) trong những thời đoạn dài.

Khi nhìn vào qui mô doanh nghiệp, ta không chỉ nhìn vào thị phần hiện tại, mà còn phải xem xét tiềm năng tăng trưởng của toàn thị trường hàng hóa và dịch vụ đó. Một doanh nghiệp tuy đã có thị phần lớn ở thị trường hiện tại, nhưng vẫn có khả năng phát triển vì toàn thị trường đang tăng trưởng cao.

- Hai là tốc độ tăng trưởng hiện tại và thu nhập vượt trội: Những doanh nghiệp đang tăng trưởng doanh thu nhanh chóng rất có khả năng sẽ tiếp tục tăng trưởng doanh thu nhanh, ít nhất là trong tương lai gần. Những doanh nghiệp đang hưởng lợi nhuận cao từ vốn đầu tư và lợi nhuận cao vượt trội trong thời đoạn hiện tại có thể sẽ duy trì thu nhập vượt trội này trong vài năm sắp tới.

- Ba là độ lớn và tính bền vững của lợi thế cạnh tranh: Đây có lẽ là yếu tố quan trọng nhất xác định độ dài của thời đoạn tăng trưởng cao. Nếu có những trở ngại đáng kể trong việc gia nhập ngành và có những lợi thế cạnh tranh bền vững, doanh nghiệp có thể duy trì tăng trưởng cao trong thời gian lâu hơn.

Ngược lại, nếu không có hay chỉ có những trở ngại nhỏ trong việc gia nhập ngành, hay nếu lợi thế cạnh tranh hiện tại của doanh nghiệp đang phai nhạt dần, ta nên dè dặt hơn khi giả định thời gian tăng trưởng dài. Chất lượng quản trị hiện tại cũng ảnh hưởng đến tăng trưởng. Một số nhà quản lý cấp

cao có khả năng thực hiện những chọn lựa chiến lược làm tăng lợi thế cạnh tranh và tạo ra những lợi thế cạnh tranh mới cho doanh nghiệp.

Trả lời câu hỏi thứ hai, giá trị kết thúc (TV_n) của doanh nghiệp có thể được ước lượng theo hai cách: (i) Phương pháp giá trị thanh lý ; và (ii) Sử dụng mô hình tăng trưởng ổn định Gordon.

- Phương pháp giá trị thanh lý: Phương pháp này giả định rằng công ty sẽ ngừng hoạt động vào một thời điểm nào đó trong tương lai và sẽ bán những tài sản mà công ty đã tích lũy được cho những người trả giá cao nhất. Giá trị ước lượng này được gọi là giá trị thanh lý. Có hai cách ước lượng giá trị thanh lý sau đây:

-Một là dựa vào giá trị sổ sách dự kiến của tất cả tài sản của doanh nghiệp tại thời điểm kết thúc, điều chỉnh theo lạm phát trong kỳ. Hạn chế của phương pháp này là nó chỉ dựa vào giá trị sổ sách kế toán và không phản ánh sức tạo ra thu nhập của tài sản.

$$TV_n = BV_n \times (1 + \pi)^m \quad (1.14)$$

Trong đó:

BV_n : Giá trị sổ sách dự kiến của tài sản năm kết thúc

π : Tỷ lệ lạm phát (bình quân) trong kỳ

m : Tuổi bình quân của tất cả tài sản

-Hai là ước lượng giá trị kết thúc bằng khả năng tạo ra thu nhập của tài sản. Đầu tiên ta ước lượng dòng lưu kim thu nhập kỳ vọng mà tài sản có thể tạo ra trong tương lai (sau thời điểm kết thúc), rồi chiết khấu dòng lưu kim này về hiện tại bằng một tỷ suất chiết khấu thích hợp. Công thức tổng quát trong trường hợp dòng lưu kim thu nhập kỳ vọng này là thuần nhất sẽ là:

$$TV_n = U \left[\frac{(1+k)^h - 1}{k(1+k)^h} \right] \quad (1.15)$$

Trong đó:

U : Lưu kim thu nhập kỳ vọng của tài sản (trong công thức này là các lưu kim thuần nhất hay chuỗi niên kim)

k : Tỷ suất chiết khấu

h : Khoảng thời gian mà tài sản có thể tạo ra thu nhập

Cần lưu ý là khi thẩm định giá vốn chủ sở hữu, ta cần tiến hành thêm một bước nữa. Giá trị ước lượng nợ hiện hành vào thời điểm kết thúc phải được trừ ra khỏi giá trị thanh lý để thu được (TV_n) dành cho chủ sở hữu.

▪ Phương pháp sử dụng mô hình tăng trưởng ổn định Gordon²⁹: Phương pháp này xem doanh nghiệp như một tổ chức vẫn đang hoạt động tại thời điểm ước lượng giá trị kết thúc. Dòng lưu kim mà doanh nghiệp có thể tạo ra sau thời điểm kết thúc (n) được giả định là sẽ tăng trưởng mãi mãi với một tốc độ tăng trưởng ổn định (g) nào đó. Theo mô hình tăng trưởng ổn định Gordon, (TV_n) định bởi:

$$TV_n = \frac{CF_n(1+g)}{(k-g)} \quad (1.16)$$

g: là tốc độ tăng trưởng ổn định của dòng lưu kim kỳ vọng sau thời đoạn (n)

CF_n : Lưu kim kỳ vọng của doanh nghiệp ở thời đoạn thứ (n)

k : Tỷ suất chiết khấu thích hợp với dòng lưu kim kỳ vọng

Tuỳ thuộc vào cách thức tiếp cận của chúng ta là thẩm định giá toàn bộ doanh nghiệp, hay thẩm định giá vốn chủ sở hữu, mà tham số (CF_n) trong công thức (1.16) sẽ là lưu kim tự do của doanh nghiệp ($FCFF_n$) ; lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu ($FCFE_n$) ; hay lợi tức cổ phần (D_n) ở thời đoạn thứ (n). Một lô-gíc tương tự cũng được áp dụng cho tham số (k) và (g) trong công thức (1.16).

²⁹ Mô hình được đặt tên theo M.J.Gordon, người đầu tiên đưa ra công thức này trong bài báo nhan đề: "Dividends, Earnings, and Stock prices" đăng trên tạp chí Review of Economics and Statistics số 41 (tháng 05.1959). Tóm tắt về mô hình này được trình bày trong Phụ lục số 1.

1.2.4.4.3. Tỷ suất chiết khấu

Trong số các cách thức điều chỉnh rủi ro trong thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu, điều chỉnh rủi ro thông qua tỷ suất chiết khấu là cách được sử dụng phổ biến nhất. Theo đó, chúng ta sẽ dùng tỷ suất chiết khấu cao hơn để chiết khấu dòng lưu kim kỳ vọng của những tài sản rủi ro hơn, và ngược lại.

a) Tỷ suất chiết khấu dùng cho thẩm định giá vốn chủ sở hữu gọi là *chi phí của vốn chủ sở hữu* (K_e), được định nghĩa là tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư vốn chủ sở hữu đòi hỏi cho việc đầu tư vốn của mình vào doanh nghiệp.

Ước lượng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là một quá trình phức tạp. Người ta đề xuất những cách khác nhau để thực hiện việc này. Điều đáng tiếc là những cách khác nhau, do dựa trên nền tảng giả định khác nhau, thường cho ra kết quả không giống nhau. Sau đây là một số mô hình ước lượng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được sử dụng phổ biến.

- Mô hình tăng trưởng ổn định Gordon³⁰

$$K_e = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g \quad (1.17)$$

Trong đó:

- D_0 : Lợi tức cổ phần trong lần chia gần nhất
- g : Tốc độ tăng trưởng lợi tức cổ phần ổn định kỳ vọng
- $D_0(1+g)$: Lợi tức cổ phần kỳ vọng trong kỳ sắp tới
- P_0 : Giá trị thị trường hiện hành của cổ phần thông thường

- Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)

Mô hình CAPM mô tả mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời hay chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (K_e) với rủi ro hệ thống của doanh nghiệp được đo lường bằng hệ số β .

³⁰ Gordon and Shapiro's constant growth model

$$K_e = R_f + \beta(R_M - R_f) \quad (1.18)$$

Trong đó :

R_f : Tỷ suất sinh lời phi rủi ro

R_M : Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục thị trường

β : Hệ số Bê-ta của cổ phiếu của doanh nghiệp

Theo Trần Ngọc Thơ (2003)³¹, sự khác biệt giữa mô hình CAPM và mô hình Gordon là ở chỗ CAPM xem xét trực tiếp rủi ro của doanh nghiệp phản ánh qua hệ số β khi xác định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, trong khi đó mô hình Gordon lại không đề cập đến yếu tố rủi ro của doanh nghiệp mà sử dụng giá trị thị trường của cổ phần để phản ánh tỷ suất sinh lợi-rủi ro mong đợi của nhà đầu tư theo thị trường.

Trong khi mô hình Gordon khá được ưa thích bởi sự đơn giản về mặt tính toán và những dữ liệu cần thiết cho tính toán thường là có sẵn, thì mô hình CAPM phải dựa trên những giả định nghiêm ngặt, và bị nhiều chỉ trích.

Nhiều nhà nghiên cứu đã cố gắng cải tiến, nới lỏng các giả định của mô hình CAPM, và đề xuất những mô hình mới (chẳng hạn như mô hình định giá kinh doanh chênh lệch³², mô hình đa nhân tố³³...) với nhiều biến độc lập hơn thay vì chỉ một biến độc lập như mô hình CAPM. Tuy nhiên, những nỗ lực này lại dẫn đến hệ quả là các mô hình mới trở nên quá phức tạp, và câu hỏi được đặt ra là liệu những mô hình phức tạp hơn sẽ có thể cho ra kết quả tốt hơn (với một chi phí hợp lý) so với các mô hình truyền thống đơn giản hay không?

b) Tỷ suất chiết khấu dùng cho việc thẩm định giá toàn bộ doanh nghiệp là *chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC)*, được định nghĩa là số trung bình số học có quyền số của chi phí sử dụng nợ vay sau thuế và chi phí vốn chủ sở hữu³⁴,

³¹ Trần Ngọc Thơ và các tác giả (2003), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, NXB Thống kê, TP. Hồ Chí Minh.

³² APM – The Arbitrage Pricing Model

³³ MFM – Multi-factor Models for risk and return

³⁴ Bao gồm chi phí sử dụng vốn cổ phần thường và chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi (nếu có).

với quyền số là tỷ trọng giá trị thị trường của từng bộ phận vốn thành phần nêu trên chiếm trong tổng giá trị thị trường của toàn bộ vốn của doanh nghiệp.

$$WACC = W_d K_d^* + W_p K_p + W_e K_e \quad (1.19)$$

Trong đó:

W_d ; W_p ; W_e : Lần lượt là tỷ trọng giá trị thị trường của nợ vay, vốn cổ phần ưu đãi, và vốn cổ phần thường chiếm trong giá trị thị trường của tổng nguồn vốn

K_d^* ; K_p ; K_e Lần lượt là chi phí sử dụng vốn vay sau thuế, chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi, và chi phí sử dụng vốn cổ phần thường.

Chương 2 sẽ tiếp tục tổng hợp và trình bày những vấn đề chi tiết hơn liên quan đến khía cạnh kỹ thuật của các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu, cũng như các biến thể khác của mô hình DCF.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Nội dung của chương này đề cập đến những vấn đề tổng quát của lý thuyết về thẩm định giá doanh nghiệp để làm nền tảng cho những khai triển và phân tích sâu rộng hơn trong chương tiếp theo³⁵, cũng như để trả lời cho câu hỏi nghiên cứu đầu tiên của đề tài đó là: Các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp hiện đang được áp dụng phổ biến là gì? Và các nhà nghiên cứu đánh giá như thế nào về chúng?

Bằng cách tóm lược một số nghiên cứu trong và ngoài nước có liên quan đến chủ đề này, tác giả muốn cung cấp thêm bằng chứng để thuyết phục những người quan tâm rằng thẩm định giá doanh nghiệp là một trong những chủ đề phức tạp và đầy thách thức. Nó không chỉ thu hút sự quan tâm sâu sắc của những nhà nghiên cứu tài chính công ty và những nhà hoạch định chính sách tài chính phát triển, mà

³⁵ Tác giả chia sẻ quan điểm của Nguyễn Hoàng Bảo (2006), trong bài giảng “*Đạo văn trong nghiên cứu và cách trích dẫn tài liệu trong nghiên cứu*”, cho rằng: Mục tiêu của phân tổng quan lý thuyết là phát triển tri thức và hiểu biết xung quanh chủ đề của mình, so sánh và đối chiếu với nhiều tác giả liên quan trên các quan điểm khác nhau. Ba phương châm được tác giả cố gắng quan triệt khi biên soạn nội dung của chương này là: (i) Không chỉ liệt kê các lý thuyết ; (ii) Phải tranh cãi, phân tích, và đánh giá ; và (iii) Phải trình bày nhiều hơn một ý tưởng hay một quan điểm.

còn là mối bận tâm thường trực của không ít các nhà đầu tư và các nhà quản lý doanh nghiệp.

Sau khi giới thiệu tóm lược về khái niệm, mục tiêu, cơ sở, nguyên tắc, và quy trình thẩm định giá doanh nghiệp, phần tiếp theo của chương này nêu lên 4 nhóm phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp là: (i) Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng cân đối kế toán ; (ii) Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng báo cáo thu nhập (hay các phương pháp sử dụng tỷ số) ; (iii) Các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại ; và (iv) Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu.

Trong mỗi nhóm lại bao gồm những mô hình biến thể rất đa dạng, từ đơn giản đến phức tạp, từ những mô hình dễ được đồng thuận đến những mô hình thường gây ra nhiều hoài nghi. Vấn đề gây bối rối nhất đó là các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp khác nhau, do dựa trên những nền tảng giả định khác nhau, sẽ cho ra những kết quả khác nhau. Thậm chí, cùng một phương pháp thẩm định giá, nhưng do cách thức ước lượng các tham số đầu vào khác nhau, nên kết quả đầu ra có thể cũng khác nhau.

Một trong những thông điệp quan trọng có thể được rút ra từ khuôn khổ lý thuyết nêu trên đó là: bất chấp những tranh cãi của các nhà nghiên cứu xoay quanh tính ưu việt của phương pháp này hay phương pháp khác, điều rõ ràng là mỗi một phương pháp thẩm định giá đều có những lý lẽ biện minh cho sự ra đời và tồn tại của mình. Vấn đề là ở chỗ làm thế nào để lựa chọn được một (hoặc một vài) phương pháp thích hợp nhất để sử dụng trong những điều kiện thẩm định giá cụ thể.

CHƯƠNG 2.
MÔ HÌNH DÒNG LƯU KIM CHIẾT KHẤU
VÀ CÁC BIẾN THỂ CỦA NÓ³⁶

³⁶ Nội dung trong mục này được tổng hợp theo các tài liệu [10], [15], [16], thuộc danh mục tài liệu tham khảo

2.1. CÁC MÔ HÌNH ĐIỀU CHỈNH TỶ SUẤT CHIẾT KHẤU

2.1.1. Mô hình DDM

Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) xem dòng lợi tức cổ phần là dòng lưu kim dành cho vốn chủ sở hữu. Có thể nói đây là biến thể cũ nhất của các mô hình DCF. Mô hình này dựa trên ý tưởng cơ bản cho rằng khi một nhà đầu tư mua cổ phiếu của một công ty, nhìn chung họ kỳ vọng nhận được lợi tức cổ phần trong suốt thời gian cầm giữ cổ phiếu, và giá trị kỳ vọng của cổ phiếu đó vào cuối giai đoạn cầm giữ này. Có hai tham số đầu vào cơ bản cho mô hình DDM là: (i) Dòng cổ tức kỳ vọng; và (ii) Chi phí vốn chủ sở hữu.

Do những khó khăn trong việc dự báo dòng lưu kim cổ tức kỳ vọng kéo dài mãi mãi (đã nêu ở tiểu mục [1.2.4.4.2]) nên người ta đã phát triển một vài phiên bản của DDM dựa trên cơ sở những giả định khác nhau về dạng thức tăng trưởng tương lai của dòng lưu kim này. Theo đó, ba phiên bản thường gặp của biến thể DDM là: (i) DDM tăng trưởng ổn định ; (ii) DDM tăng trưởng hai giai đoạn ; và (iii) DDM tăng trưởng ba giai đoạn. Công thức tính toán cụ thể cho ba phiên bản tăng trưởng này được trình bày ở tiểu mục [2.1.4]

Mô hình DDM được ứng dụng khá rộng rãi nhờ tính đơn giản và lô-gíc mang tính trực giác của nó:

- Thứ nhất, dòng lưu kim cổ tức của doanh nghiệp là hữu hình và dễ cảm nhận đối với các nhà đầu tư vốn chủ sở hữu.
- Thứ hai, việc dự báo dòng lưu kim cổ tức đòi hỏi ít các giả định hơn so với việc dự báo dòng lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu hay dòng lưu kim tự do của doanh nghiệp. Để dự báo được FCFE hay FCFF, chúng ta cần có những giả định về chi tiêu đầu tư cho tài sản cố định, khấu hao, và vốn lưu động. Trong khi đó, để dự báo dòng cổ tức kỳ vọng, chúng ta có thể bắt đầu từ cổ tức của năm gần nhất và ước lượng một tốc độ tăng trưởng cổ tức là đủ.

- Thứ ba, các nhà quản lý có khuynh hướng chia cổ tức ở mức sao cho vẫn có thể duy trì được ngay cả khi thu nhập biến động. Không giống các dòng lưu kim tự do thặng dư cùng sự thặng dư của thu nhập và chi tiêu tái đầu tư, dòng lưu kim cổ tức vẫn ổn định đối với hầu hết các doanh nghiệp. Vì vậy, việc thẩm định giá dựa vào cổ tức sẽ ít biến động theo thời gian hơn so với dựa vào các dòng lưu kim tự do.

Theo Aswath Damodaran (2006), mô hình DDM có thể được vận dụng trong các bối cảnh sau đây:

- Một là đối với các doanh nghiệp chi trả cổ tức gần bằng với FCFE. Tuy nhiên, mô hình DDM cũng sẽ cung cấp mức giá sàn cho những doanh nghiệp mà FCFE vượt trội so với dòng cổ tức. Đối với những doanh nghiệp này, mô hình DDM sẽ cung cấp một ước lượng dè dặt về giá doanh nghiệp.
- Hai là đối với các doanh nghiệp mà việc ước lượng dòng lưu kim vốn chủ sở hữu là khó khăn hoặc thậm chí không thể, thì cổ tức là dòng lưu kim duy nhất có thể ước lượng được với một mức độ chính xác nhất định.

2.1.2. Mô hình FCFE

Mô hình FCFE không có nhiều khác biệt so với mô hình DDM truyền thống. Điểm khác biệt rõ ràng nhất đó là thay vì chiết khấu cổ tức thực tế, mô hình FCFE tiến hành chiết khấu cổ tức tiềm năng. Do vậy, ba phiên bản của mô hình FCFE trình bày trong phần này cũng tương tự như ba phiên bản của mô hình DDM trước đây, nhưng trong đó lợi tức cổ phần được thay thế bằng dòng lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu.

Khi thay thế cổ tức bằng FCFE để thẩm định giá vốn chủ sở hữu, ta không chỉ đơn thuần thay thế dòng lưu kim này bằng một dòng lưu kim khác. Chúng ta ngầm giả định rằng FCFE sẽ được chi trả cho các cổ đông, và việc làm này dẫn đến hai hệ quả:

- Một là doanh nghiệp sẽ không có tiền mặt tích lũy trong tương lai, vì lượng tiền mặt còn lại sau khi thanh toán nợ vay và đáp ứng nhu cầu tái đầu tư đã được chi trả hết cho các cổ đông mỗi kỳ.
- Hai là tăng trưởng kỳ vọng của FCFE sẽ chỉ bao gồm tăng trưởng thu nhập từ tài sản hoạt động mà không bao gồm tăng trưởng thu nhập từ sự gia tăng chứng khoán ngắn hạn.

Mô hình FCFE xem cổ đông trong một công ty cổ phần đại chúng là tương đương với chủ sở hữu của một doanh nghiệp tư nhân. Chủ sở hữu doanh nghiệp tư nhân có quyền đối với toàn bộ dòng lưu kim còn lại trong doanh nghiệp sau khi đóng thuế, trả nợ và đáp ứng các nhu cầu tái đầu tư.

Vì đối với một công ty cổ phần đại chúng, dòng lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu cũng đo lường chính dòng lưu kim còn lại này, cho nên chúng ta giả định rằng các cổ đông có quyền hưởng dòng lưu kim tự do, ngay cả khi giám đốc công ty quyết định không chi trả hết số dòng lưu kim này. Thậm chí, nếu các cổ đông không thể buộc giám đốc công ty sử dụng dòng lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu để chi trả cổ tức, họ cũng có thể gây áp lực cho giám đốc công ty để bảo đảm rằng lượng tiền không được chi trả cho họ vẫn không bị lãng phí.

- Mô hình FCFE tăng trưởng ổn định

Mô hình FCFE tăng trưởng ổn định được sử dụng để thẩm định giá những doanh nghiệp đang tăng trưởng với một tốc độ ổn định. Mô hình này rất giống mô hình tăng trưởng ổn định Gordon về các giả định cơ bản.

- Mô hình FCFE tăng trưởng hai giai đoạn

Mô hình FCFE tăng trưởng hai giai đoạn được dùng để thẩm định giá những doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng dự kiến cao và không đổi trong giai đoạn đầu rồi sau đó giảm đột ngột xuống mức tăng trưởng ổn định. Mô hình này khác với mô hình DDM tăng trưởng hai giai đoạn ở chỗ nó chú trọng vào FCFE chứ không phải cổ tức. Vì thế, mô hình này cho ta những kết quả tốt hơn mô hình chiết khấu cổ tức

khi đánh giá những doanh nghiệp có cổ tức không bền (do cổ tức cao hơn FCFE) hoặc chi trả ít cổ tức hơn so với khả năng có thể đạt được (cổ tức thấp hơn FCFE).

- Mô hình FCFE tăng trưởng ba giai đoạn

Mô hình này được dùng để thẩm định giá những doanh nghiệp dự kiến sẽ trải qua ba giai đoạn tăng trưởng: giai đoạn ban đầu có tốc độ tăng trưởng cao, giai đoạn quá độ có tốc độ tăng trưởng sụt giảm và giai đoạn cuối với tốc độ tăng trưởng ổn định, kéo dài vô tận.

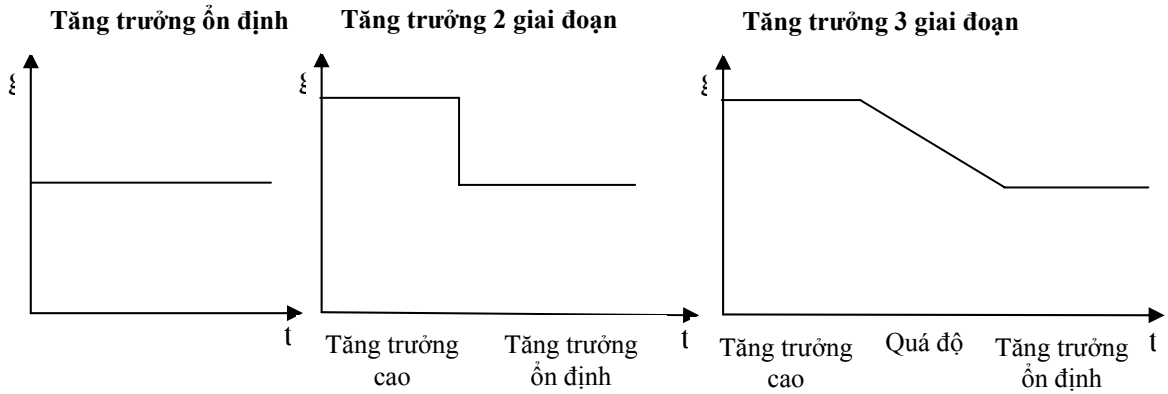
Vì mô hình này cho phép có ba giai đoạn tăng trưởng, và có sự giảm dần từ tăng trưởng cao đến tăng trưởng ổn định, cho nên đây là mô hình phù hợp để đánh giá những doanh nghiệp hiện có tốc độ tăng trưởng rất cao. Giả định về tăng trưởng trong mô hình này cũng tương tự như những giả định đã đưa ra trong mô hình DDM ba giai đoạn, nhưng chú trọng vào FCFE chứ không phải cổ tức, từ đó làm cho mô hình phù hợp hơn để thẩm định giá những doanh nghiệp có cổ tức cao hơn hoặc thấp hơn đáng kể so với FCFE.

2.1.3. Mô hình FCFF

Trong mô hình FCFF, chúng ta thẩm định giá doanh nghiệp, thay vì vốn chủ sở hữu. Ý tưởng đằng sau việc thẩm định giá doanh nghiệp là quan niệm cho rằng chủ sở hữu và tổ chức cho vay đối với doanh nghiệp dù gì vẫn là các đối tác cung cấp vốn cho doanh nghiệp và chia sẻ sự thành công của doanh nghiệp. Sự khác biệt chủ yếu giữa chủ sở hữu và chủ nợ trong các mô hình thẩm định giá doanh nghiệp nằm ở bản chất quyền lợi được xác lập của họ đối với dòng lưu kim: chủ nợ được giải quyết quyền lợi bằng một khoản lưu kim cố định và chủ sở hữu nhận quyền lợi dựa trên phần lưu kim còn lại.

Cũng giống như mô hình DDM và mô hình FCFE, cách áp dụng cụ thể mô hình FCFF sẽ phụ thuộc vào những giả định về dạng thức tăng trưởng trong tương lai của dòng lưu kim kỳ vọng. Theo đó, ta cũng sẽ có ba phiên bản tăng trưởng của mô hình này: (i) Mô hình FCFF tăng trưởng ổn định ; (ii) Mô hình FCFF tăng trưởng hai giai đoạn ; và (iii) Mô hình FCFF tăng trưởng ba giai đoạn.

2.1.4. Công thức tổng quát cho các phiên bản tăng trưởng của các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu



Hình 2.1. Các phiên bản tăng trưởng của mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu: Tăng trưởng ổn định, tăng trưởng hai giai đoạn, và ba giai đoạn

Nguồn: Aswath Damodaran (2006) [15]

▪ Phiên bản tăng trưởng ổn định

$$V = \frac{CF_1}{k - g} \quad (2.1)$$

▪ Phiên bản tăng trưởng hai giai đoạn

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(k-g)(1+k)^n} \quad (2.2)$$

▪ Phiên bản tăng trưởng ba giai đoạn

$$V = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{CF_{n_2+1}}{(k-g)(1+k)^n} \quad (2.3)$$

Trong đó:

V : Giá trị vốn chủ sở hữu (nếu là mô hình DDM hoặc FCFE), hay giá trị doanh nghiệp (nếu là mô hình FCFF)

CF_t : Lưu kim kỳ vọng ở kỳ thứ t , là cổ tức hoặc FCFE (nếu thẩm định giá vốn chủ sở hữu), hoặc là FCFF (nếu thẩm định giá doanh nghiệp).

k : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (nếu là mô hình DDM hoặc FCFE), hay chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền-WACC (nếu là mô hình FCFE)

g : Tốc độ tăng trưởng ổn định kỳ vọng của dòng lưu kim theo phiên bản tăng trưởng ổn định, hoặc của dòng lưu kim trong giai đoạn tăng trưởng ổn định theo phiên bản tăng trưởng hai giai đoạn và ba giai đoạn.

n : Thời điểm kết thúc giai đoạn tăng trưởng cao trong phiên bản tăng trưởng hai giai đoạn

n_1 : Thời điểm kết thúc giai đoạn tăng trưởng cao ban đầu trong phiên bản tăng trưởng ba giai đoạn

n_2 : Thời điểm kết thúc giai đoạn quá độ trong phiên bản tăng trưởng ba giai đoạn.

2.2. CÁC MÔ HÌNH TƯƠNG ĐƯƠNG CHẮC CHẮN

Trong khi hầu hết các nhà phân tích điều chỉnh rủi ro thông qua tỷ suất chiết khấu trong các mô hình DCF, vẫn có một số nhà phân tích thích điều chỉnh rủi ro thông qua dòng lưu kim kỳ vọng. Theo ý tưởng này, họ thay thế dòng lưu kim kỳ vọng không chắc chắn bằng dòng lưu kim chắc chắn tương đương thông qua một quy trình điều chỉnh rủi ro tương tự như quy trình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu.

Trong số các cách thức khác nhau để chuyển đổi dòng lưu kim không chắc chắn thành dòng lưu kim chắc chắn tương đương thì mô hình lợi nhuận và rủi ro (RRM) là một cách thức tiếp cận khá thực tế. Mô hình RRM này sử dụng cùng một cách thức để ước lượng phần bù rủi ro giống như khi chúng ta tính toán tỷ suất chiết khấu điều chỉnh rủi ro vậy. Tuy nhiên, mô hình RRM lại sử dụng phần bù rủi ro này để ước lượng dòng lưu kim chắc chắn tương đương.

$$RP = \frac{(1+k)}{(1+k_f)} - 1 \quad (2.4)$$

RP : (Risk premium) Phần bù rủi ro

k : Tỷ suất chiết khấu đã điều chỉnh rủi ro

k_f : Lãi suất phi rủi ro

$$CE(CF_t) = \frac{E(CF_t)}{(1+RP)^t} = E(CF_t) \frac{(1+k_f)^t}{(1+k)^t} \quad (2.5)$$

Trong đó :

$CE(CF_t)$: (Certainty Equivalent cash flow) Lưu kim tương đương chắc chắn ở kỳ thứ t

$E(CF_t)$: Lưu kim kỳ vọng ở kỳ thứ t

Việc sử dụng tỷ suất chiết khấu điều chỉnh rủi ro cho một dòng lưu kim kỳ vọng, hay thay thế dòng lưu kim kỳ vọng này bằng một dòng lưu kim chắc chắn tương đương là những cách thức khác nhau có thể lựa chọn để điều chỉnh rủi ro. Nhưng liệu chúng có cho ra những kết quả thẩm định khác nhau không? Và nếu có, thì cách thức tiếp cận nào chính xác hơn?

Câu trả lời nằm ở chỗ chúng ta đã tính toán dòng lưu kim tương đương chắc chắn như thế nào. Nếu chúng ta sử dụng phần bù rủi ro từ mô hình RRM để ước lượng dòng lưu kim tương đương chắc chắn, thì giá trị đạt được từ hai cách thức tiếp cận sẽ giống nhau.

Thật vậy, việc chiết khấu dòng lưu kim tương đương chắc chắn bằng lãi suất phi rủi ro là tương đương với việc chiết khấu dòng lưu kim kỳ vọng ở mức tỷ suất chiết khấu đã điều chỉnh rủi ro. Xét một tài sản với một lưu kim đơn lẻ trong một thời đoạn nào đó³⁷, ta có:

$$CEV = \frac{CE(CF)}{(1+k_f)} = \frac{E(CF)}{(1+RP)(1+k_f)} = \frac{E(CF)}{\frac{(1+k)}{(1+k_f)}(1+k_f)} = \frac{E(CF)}{(1+k)} \quad (2.6)$$

Trong đó: CEV là giá trị tương đương chắc chắn

³⁷ Phân tích này có thể mở rộng cho nhiều thời đoạn và cũng sẽ có kết quả tương tự.

2.3. CÁC MÔ HÌNH THU NHẬP VƯỢT TRỘI

Trong các mô hình thu nhập vượt trội, dòng lưu kim kỳ vọng được tách thành hai phần: (i) Dòng lưu kim thu nhập vượt trội³⁸, và (ii) Dòng lưu kim thu nhập bình thường. Giá trị doanh nghiệp, trong khuôn khổ của các mô hình thu nhập vượt trội, được mô tả như là một hàm số của hai thành tố như sau:

Giá trị doanh nghiệp = Vốn đầu tư của doanh nghiệp hiện nay + Giá trị hiện tại của dòng lưu kim thu nhập vượt trội được tạo ra từ các dự án đầu tư hiện hữu và tương lai.

Nếu chúng ta giả định rằng giá trị sổ sách của vốn đầu tư trong doanh nghiệp là một thước đo tốt cho thành tố thứ nhất (vốn đầu tư của doanh nghiệp hiện nay), thì phương pháp tiếp cận này hàm ý rằng những doanh nghiệp có thể kiếm được dòng lưu kim thu nhập vượt trội dương sẽ được giao dịch ở mức giá trị thị trường cao hơn giá trị sổ sách của chúng, và ngược lại.

2.3.1. Mô hình EVA

Mô hình giá trị kinh tế gia tăng (EVA) là biến thể được sử dụng rộng rãi nhất trong các mô hình thu nhập vượt trội. EVA là thước đo giá trị thặng dư được tạo ra bởi vốn đầu tư do tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư cao hơn chi phí vốn

$$EVA = (RCI - CC) * CI = EBIT(1-t) - WACC(D+E) \quad (2.7)$$

Trong đó:

RCI : (Return on capital invested) Tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư

CC : (Cost of capital) Chi phí vốn

CI : (Capital invested) Vốn đầu tư

EBIT: Lợi nhuận trước thuế và lãi

t : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

³⁸ Thu nhập vượt trội này có thể âm hoặc dương

WACC: Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

(D+E): Vốn đầu tư (gồm giá trị sổ sách của nợ vay và vốn chủ sở hữu)

Lúc này, giá trị doanh nghiệp xác định theo mô hình EVA cho bởi:

$$V = CI_{AP} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t,AP}}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t,FP}}{(1+WACC)^t} \quad (2.8)$$

Như vậy, giá trị của doanh nghiệp theo mô hình này là tổng của ba thành phần: (i) Vốn đầu tư cho các tài sản hiện hữu, bao gồm giá trị sổ sách của nợ vay và vốn chủ sở hữu (CI_{AP} -Capital invested_{Assets in place}) ; (ii) Giá trị hiện tại của EVA được tạo ra bởi những tài sản này, và (iii) Giá trị hiện tại của EVA được tạo ra bởi những dự án đầu tư trong tương lai ($EVA_{t,Future projects}$).

2.3.2. Mô hình EP

Mặc dù cùng chia sẻ ý tưởng căn bản của các mô hình thu nhập vượt trội là giá trị doanh nghiệp được tạo ra do đạt được thu nhập vượt trội trong đầu tư, nhưng mô hình lợi nhuận kinh tế (EP) tính toán thu nhập vượt trội theo một cách thức khác biệt so với mô hình EVA.

Trong mô hình EP, thu nhập vượt trội được định nghĩa theo quan điểm của các nhà đầu tư vốn chủ sở hữu, nghĩa là dựa trên cơ sở của chi phí vốn chủ sở hữu và lợi nhuận ròng, thay vì dựa trên chi phí vốn và lợi nhuận trước thuế và lãi như mô hình EVA.

$$EP = NI - k_e * BVE \quad (2.9)$$

Trong đó:

NI : Lợi nhuận ròng

k_e : Chi phí vốn chủ sở hữu

BVE : (Book value of equity) Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu

Lúc này, giá trị vốn chủ sở hữu xác định theo mô hình EP cho bởi:

$$V_E = BVE_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EP_t}{(1+k_e)^t} \quad (2.10)$$

2.3.3. Mô hình CFROI

Có hai sự khác biệt có ý nghĩa trong mô hình dòng lưu kim thu nhập trên vốn đầu tư (CFROI) so với hai mô hình EP và EVA. Một là việc tính toán thu nhập kiếm được từ đầu tư không dựa vào thu nhập kế toán, mà dựa vào dòng lưu kim sau thuế. Hai là cả thu nhập và chi phí vốn đều được tính toán theo giá trị thực chứ không phải giá trị danh nghĩa.

2.4. MÔ HÌNH GIÁ TRỊ HIỆN TẠI HIỆU CHỈNH (APV)

Trong mô hình này, chúng ta tách những tác động lên giá trị của nguồn tài trợ nợ vay ra khỏi giá trị của những tài sản của doanh nghiệp. Nếu như các cách tiếp cận truyền thống thể hiện những tác động của nguồn tài trợ nợ vay trong tỷ suất chiết khấu, thì mô hình APV lại cố gắng ước lượng giá trị kỳ vọng của những lợi ích hoặc phí tổn do nợ vay tạo ra một cách tách biệt so với giá trị của những tài sản hoạt động. Theo mô hình này, giá trị của doanh nghiệp được xác định như sau:

Giá trị doanh nghiệp = Giá trị của doanh nghiệp khi không vay nợ + giá trị hiện tại của lá chắn thuế kỳ vọng của nợ vay – Chi phí phá sản kỳ vọng

Như vậy, để áp dụng mô hình này, trước hết ta cần ước lượng giá trị của doanh nghiệp khi không vay nợ bằng cách chiết khấu dòng lưu kim tự do của doanh nghiệp (FCFF) ở mức tỷ suất chiết khấu bằng chi phí vốn chủ sở hữu khi doanh nghiệp không vay nợ. Xét trường hợp dòng lưu kim tự do của doanh nghiệp tăng trưởng với một tốc độ không đổi kéo dài mãi mãi³⁹, ta có:

$$V_{UF} = \frac{FCFF_0(1+g)}{k_u - g} \quad (2.11)$$

Trong đó:

³⁹ Trong trường hợp tổng quát hơn, chúng ta có thể có những giả định thích hợp về dạng thức tăng trưởng của FCFF.

V_{UF} : (Value of unlevered firm) Giá trị của doanh nghiệp khi không vay nợ

$FCFF_0$: Lưu kim tự do của doanh nghiệp ở thời điểm hiện tại

g : Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng (không đổi)

k_u : Chi phí vốn chủ sở hữu khi doanh nghiệp không vay nợ

Bước tiếp theo là tính toán lá chắn thuế kỳ vọng của nợ vay ở một mức độ nợ vay cho trước.

$$V_{TS} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{TR_t \times IR_t \times D_t}{(1+r)^t} \quad (2.12)$$

Trong đó:

V_{TS} : (value of tax shield) : Giá trị hiện tại của lá chắn thuế

TR_t : (Tax rate) thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ở kỳ thứ t

IR_t : (Interest rate) Lãi suất vay nợ ở kỳ thứ t

D_t : (Debt) Nợ vay ở kỳ thứ t

r : Tỷ suất chiết khấu thích hợp

Công thức (2.12) đòi hỏi những ước lượng hết sức khó khăn khi cả ba tham số (TR) ; (IR) ; (D) đều thay đổi theo thời gian, và việc lựa chọn tỷ suất chiết khấu thích hợp cho việc hiện giá lá chắn thuế của nợ vay. Nếu chúng ta giả định rằng thuế suất, nợ vay, và lãi suất vay nợ là không đổi theo thời gian thì lá chắn thuế của nợ vay theo thời gian sẽ trở thành một dòng lưu kim thuần nhất vô hạn (a perpetuity). Đồng thời, nếu chúng ta sử dụng chi phí vay nợ trước thuế làm tỷ suất chiết khấu⁴⁰ thì công thức (2.12) sẽ được đơn giản hoá thành:

⁴⁰ Liệu sử dụng chi phí vay nợ trước thuế làm tỷ suất chiết khấu có phải là một việc làm thích hợp hay không vẫn là một vấn đề còn gây nhiều tranh cãi. Pablo Fernandez (2004) cho rằng giá trị kỳ vọng của lá chắn thuế phải được tính toán như là sự khác biệt giữa giá trị của một doanh nghiệp có vay nợ (với các khoản tiết kiệm thuế nhờ có nợ vay) và giá trị của một doanh nghiệp tương tự nhưng không vay nợ. Điều này hàm ý rằng giá trị hiện tại của lá chắn thuế thì không bằng với giá trị của lá chắn thuế. Cooper and Nyborg (2006) bác bỏ quan điểm của Pablo Fernandez và cho rằng giá trị hiện tại của lá chắn thuế là giá trị của lá chắn thuế được chiết khấu theo chi phí của nợ vay. (Trích trong Aswath Damodaran (2006), [15], trang 46-47).

$$V_{TS} = TR \times D \quad (2.13)$$

Bước cuối cùng là ước lượng tác động của một mức độ nợ vay cho trước đối với rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp và chi phí phá sản kỳ vọng.

$$PV(EBC) = \pi_a \times BC \quad (2.14)$$

Trong đó:

$PV(EBC)$: (Present value of expected bankruptcy cost) Giá trị hiện tại của chi phí phá sản kỳ vọng

π_a : Xác suất vỡ nợ sau khi gia tăng nợ vay

BC : Giá trị hiện tại của chi phí phá sản

Bước cuối cùng này đặt ra những vấn đề khó khăn về ước lượng, bởi vì cả xác suất phá sản và chi phí phá sản đều không thể được ước lượng một cách trực tiếp. Trong khi một số nhà nghiên cứu cố gắng đề xuất những cách thức phức tạp khác nhau để ước lượng hai tham số này một cách gián tiếp, thì trên thực tế, việc ước lượng chi phí phá sản thường được bỏ qua.

Lúc này giá trị doanh nghiệp có vay nợ, trong khuôn khổ của mô hình APV, được xác định bởi công thức (2.15)

$$V = \frac{FCFF_0(1+g)}{k_u - g} + TR \times D - \pi_a \times BC \quad (2.15)$$

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Bám sát phạm vi và mục tiêu nghiên cứu của đề tài, nội dung của chương 2 này tiếp tục tập trung khảo sát và tổng hợp khuôn khổ lý thuyết liên quan đến mô hình dòng lưu kim chiết khấu và các biến thể của nó. Như đã trình bày trong chương 1, trong khi có những bằng chứng rõ ràng cho thấy các phương pháp sử dụng các tỷ số được sử dụng hết sức phổ biến trên thế giới, thì các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng lưu kim chiết khấu, tuy khá phức tạp, lại được thừa

nhận là rất đáng tin cậy về mặt lý thuyết, và ngày càng được chú trọng, sử dụng rộng rãi.

Trong số các biến thể khác nhau của mô hình DCF, các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu là được sử dụng phổ biến nhất. Dựa trên những giả định khác nhau về dạng thức tăng trưởng của dòng lưu kim kỳ vọng, người ta có thể áp dụng các biến thể điều chỉnh tỷ suất chiết khấu này theo 3 cách : (i) tăng trưởng ổn định ; (ii) tăng trưởng hai giai đoạn : và (iii) tăng trưởng ba giai đoạn.

Cho dù các biến thể này được vận dụng theo dạng thức tăng trưởng nào đi nữa thì chúng vẫn phải dựa trên nền tảng của những dự báo cẩn trọng và chi tiết về dòng lưu kim tương lai mà doanh nghiệp có thể đạt được, và tính toán tỷ suất chiết khấu thích hợp cho từng loại dòng lưu kim ấy. Có thể nói việc dự báo dòng lưu kim tương lai, và xác định tỷ suất chiết khấu là hai trong số những nhiệm vụ quan trọng và phức tạp nhất cần được thực hiện tốt để đảm bảo chất lượng của kết quả thẩm định giá theo các mô hình này.

Thực trạng vận dụng mô hình dòng lưu kim chiết khấu và các biến thể của nó trong thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam thời gian qua như thế nào sẽ là vấn đề được đề cập trong Chương 3 tiếp theo.

CHƯƠNG 3.
THỰC TRẠNG VẬN DỤNG
MÔ HÌNH DCF TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ
DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

3.1. BỐI CẢNH THỰC HIỆN CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở NƯỚC TA

Một trong những nhiệm vụ trọng tâm, khó khăn, và nhạy cảm nhất của quá trình đổi mới kinh tế, chuyển đổi từ cơ chế kế hoạch hoá tập trung sang cơ chế thị trường ở nước ta chính là chương trình cải cách khu vực DNNN.

Mặc dù không phải lúc nào các DNNN cũng hoạt động kém hiệu quả và cần phải cải cách, các DNNN ở Việt Nam, trong bối cảnh cạnh tranh của cơ chế thị trường và sự cắt giảm bảo hộ của chính phủ do sức ép của lộ trình hội nhập, đang đứng trước những khó khăn gay gắt và sự lựa chọn có tính sống còn liên quan đến vấn đề hiệu quả. Điều này cũng làm cho ước vọng xây dựng khu vực kinh tế Nhà nước thành lực lượng chủ đạo trong nền kinh tế quốc dân trở thành một mục tiêu kém tính hiện thực, nếu như Chính phủ không thực hiện tốt việc đổi mới, cơ cấu lại (bao gồm cả việc chuyển đổi sở hữu) để sử dụng có hiệu quả các nguồn lực vô cùng to lớn đang có tại khu vực này.

“...Vấn đề nghiêm trọng nhất đối với trên 12.000 DNNN vào thời kỳ đầu của công cuộc đổi mới là sự thiếu vắng động lực để chúng hoạt động có hiệu quả và tạo ra lợi nhuận. Nợ xấu chồng chất và lặ đi lặ lại của hệ thống DNNN làm gia tăng gánh nặng tài chính, làm thâm hụt ngân sách, và trở thành mối bận tâm thường trực của Chính phủ.

Đến cuối thập niên 1980, một chương trình cải cách toàn diện hệ thống DNNN không còn là một sự lựa chọn nữa, mà đã là một yêu cầu tất yếu...”

Hộp 3.1. Đổi mới DNNN, một yêu cầu tất yếu. Nguồn: V.T.Tự Anh (2005) [1]

Trong chương trình cải cách khu vực DNNN, cổ phần hoá các DNNN là một bộ phận cấu thành quan trọng. Để tiến hành cổ phần hoá các DNNN, việc thẩm định giá phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp đóng một vai trò then chốt. Tuy nhiên, do tính chất phức tạp và mới mẻ nên công tác thẩm định giá doanh nghiệp vẫn là một khâu còn nhiều vướng mắc, phải vừa làm vừa rút kinh nghiệm, và là một trong

những điểm ách tắc làm cản trở tiến trình cổ phần hoá DNNN, và từ đó làm chậm tốc độ của chương trình đổi mới DNNN trong thời gian qua.⁴¹

Đúc kết bài học kinh nghiệm từ thực tiễn, Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ X của Đảng đã khẳng định một cách dứt khoát quyết tâm chính trị: “Tiếp tục đẩy mạnh, sắp xếp, đổi mới, nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh của DNNN”⁴², nhằm làm cơ sở cho những chính sách và giải pháp của Nhà nước trong việc tiếp tục theo đuổi lộ trình xây dựng thành công nền kinh tế thị trường định hướng Xã hội chủ nghĩa ở nước ta. Chính phủ cũng đã có chủ trương đẩy nhanh và cơ bản hoàn thành việc sắp xếp, đổi mới, và cổ phần hoá DNNN trước năm 2010 theo quy định của Luật doanh nghiệp năm 2005.

Quyết tâm nêu trên của các nhà lãnh đạo càng làm cho yêu cầu hoàn thiện công tác thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta trở nên khẩn trương hơn bao giờ hết.

Bên cạnh đó, sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán Việt Nam, và sự tham gia ngày càng đông đảo của các doanh nghiệp niêm yết, cũng như các nhà đầu tư trong thời gian qua đã xác lập nhu cầu bức thiết về thẩm định giá doanh nghiệp. Thông tin về giá doanh nghiệp do thẩm định giá cung cấp ngày càng trở thành cơ sở quan trọng cho việc ra các quyết định hợp lý của nhà đầu tư, cũng như quá trình huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu của các doanh nghiệp cổ phần niêm yết.

Trong thời gian tới, khi nước ta đã hội nhập sâu hơn vào nền kinh tế quốc tế, việc sáp nhập và hợp nhất doanh nghiệp sẽ xảy ra thường xuyên hơn, và điều này cũng đòi hỏi công tác thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam phải chuyên nghiệp hơn và từng bước tiếp cận với trình độ quốc tế.

⁴¹ Theo Vũ Thành Tự Anh (2005), một cuộc điều tra 934 doanh nghiệp đã cổ phần hoá năm 2004 cho thấy rằng: thời gian trung bình để cổ phần hoá một DNNN là 437 ngày. Nhưng dù sao thì con số này cũng đã giảm rất nhiều so với mức 512 ngày vào năm 2001 và 810 ngày vào năm 1998.

⁴² Đảng Cộng sản Việt Nam (2006), *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ X*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội, trang 232.

Bối cảnh nêu trên đã chỉ ra ba điểm đáng chú ý: (i) Nhu cầu thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta bắt nguồn từ và song hành với quá trình cổ phần hoá DNNN ; (ii) Đây là một vấn đề khá phức tạp và mới mẻ ; và (iii) Thẩm định giá doanh nghiệp ngày càng có vai trò quan trọng và không thể thiếu được đối với quá trình cải cách khu vực DNNN, sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán, và quá trình sáp nhập-hợp nhất doanh nghiệp ở nước ta, thu hút sự quan tâm đặc biệt của các nhà hoạch định chính sách tài chính phát triển, các nhà đầu tư, cũng như các nhà quản lý doanh nghiệp.

3.2. KHUÔN KHỔ PHÁP LÝ CHO CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Trong những năm qua, Đảng và Nhà nước ta đã ban hành nhiều nghị quyết, cơ chế, chính sách, biện pháp đổi mới nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của DNNN và bảo đảm vai trò chủ đạo của kinh tế Nhà nước. Một trong những điểm nhấn quan trọng của các văn bản pháp lý này có liên quan đến quá trình không ngừng hoàn thiện công tác thẩm định giá các DNNN khi cổ phần hoá. Từ chỗ giá trị DNNN chỉ được thẩm định theo phương pháp tài sản⁴³, đến chỗ được phép áp dụng phương pháp dòng lưu kim chiết khấu trong thẩm định giá DNNN⁴⁴ là một bước tiến dài trong những nỗ lực nhằm thúc đẩy sự phát triển của công tác thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta.

Gần đây nhất, vào tháng 06.2007, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 109/2007/NĐ-CP về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần, thay thế cho Nghị định 187/2004/NĐ-CP trước đây, trong đó nhấn mạnh đến công tác thẩm định giá doanh nghiệp khi cổ phần hoá, nhằm khắc phục những bất cập tồn tại lâu nay trong khâu này.

Song song với việc xây dựng hệ thống văn bản pháp luật nhằm đẩy mạnh quá trình sắp xếp, đổi mới, nâng cao hiệu quả hoạt động của DNNN, hệ thống các

⁴³ Nghị định 44/1998/NĐ-CP ngày 29.06.1998 về việc chuyển DNNN thành công ty cổ phần

⁴⁴ Nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19.06.2002 về việc chuyển DNNN thành công ty cổ phần

văn bản pháp luật liên quan đến công tác thẩm định giá và thẩm định giá doanh nghiệp cũng đã từng bước được hoàn thiện nhằm tạo hành lang pháp lý cho hoạt động này.

Ba trong số các văn bản pháp luật quan trọng đặt nền tảng cho công tác thẩm định giá nói chung, thẩm định giá doanh nghiệp nói riêng có thể kể ra là:

- (i) Pháp lệnh số 40/2002/PL-UBTVQH10 ngày 26.04.2002 của Ủy ban thường vụ Quốc hội khoá X về giá.
- (ii) Nghị định số 101/2005/NĐ-CP ngày 03.08.2005 của Chính phủ về thẩm định giá.
- (iii) Thông tư số 17/2006/TT-BTC ngày 13.03.2006 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện Nghị định số 101/2005/NĐ-CP ngày 03.08.2005 của Chính phủ về thẩm định giá.

Bộ Tài chính cũng đã và đang xây dựng, từng bước hoàn thiện Hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam, áp dụng thống nhất cho tất cả các tổ chức tư vấn thẩm định giá và các bên liên quan. Tuy nhiên, đến thời điểm hoàn thành luận văn này (12/2007) hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam vẫn chưa đầy đủ, mới chỉ có 6 tiêu chuẩn được ban hành và chưa có tiêu chuẩn về thẩm định giá doanh nghiệp, ngoại trừ văn bản hướng dẫn thẩm định giá doanh nghiệp phục vụ cho mục đích cổ phần hoá DNNN đã nói ở trên.

Việc thẩm định giá doanh nghiệp cho các mục đích khác (chẳng hạn như thẩm định giá cho mục đích mua bán và sáp nhập doanh nghiệp, hay phục vụ cho mục đích phát hành cổ phần ra công chúng của các công ty cổ phần niêm yết, hoặc việc chuyển đổi sở hữu và thay đổi tỷ lệ sở hữu của các bên liên doanh...) thì dường như vẫn là một vấn đề còn bỏ ngỏ, chưa có những quy định, hướng dẫn cụ thể nào của cơ quan có thẩm quyền. Đây là một khó khăn không nhỏ đối với các bên liên quan trong công tác thẩm định giá doanh nghiệp cho các mục đích khác ngoài mục đích cổ phần hoá DNNN.

3.3.THỰC TRẠNG VẬN DỤNG CÁC MÔ HÌNH DCF TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM THỜI GIAN QUA

3.3.1. Tổng quan về việc vận dụng các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta

Như đã trình bày trong lời mở đầu của luận văn này, theo quy định hiện hành, việc thẩm định giá DNNN trong cổ phần hoá được thực hiện theo hai phương pháp chủ yếu là: (i) phương pháp tài sản, và (ii) phương pháp dòng lưu kim chiết khấu. Tổ chức tư vấn thẩm định giá cũng có thể lựa chọn “các phương pháp khác” để thẩm định giá nhưng với điều kiện là chúng phải đảm bảo tính khoa học, phản ánh thực chất giá trị doanh nghiệp, và được quốc tế áp dụng rộng rãi.

Tuy nhiên, trên thực tế, việc vận dụng các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp này ở nước ta trong thời gian qua đã bộc lộ khá nhiều bất cập, ảnh hưởng đến hiệu quả và tiến độ cổ phần hóa DNNN. Mặt khác, hai phương pháp này cũng chưa bao quát hết tất cả các phương pháp thẩm định giá được chấp nhận sử dụng rộng rãi trên thế giới hiện nay.

Báo cáo của Ủy ban thường vụ Quốc hội khoá XI (UBTVQH11, 2006) về kết quả giám sát việc thực hiện cổ phần hoá DNNN năm 2006 mô tả một thực trạng là hầu hết các doanh nghiệp đều áp dụng phương pháp tài sản để thẩm định giá doanh nghiệp, nhưng chủ yếu vẫn là tính giá trị doanh nghiệp theo sổ sách kế toán. Thẩm định giá doanh nghiệp bằng phương pháp này thường mất nhiều thời gian, cần có sự tham gia của nhiều chuyên gia định giá, và chi phí khá tốn kém.

Các giá trị tiềm năng, như: thương hiệu, danh tiếng, lợi thế thương mại, giá trị thị phần, khả năng phát triển trong tương lai chỉ được *tính áng chừng, chưa có cách tính toán phù hợp, và cũng rất ít doanh nghiệp áp dụng*. Trong khi đó, phương pháp dòng lưu kim chiết khấu có nhiều ưu thế hơn lại *không được lựa chọn như là một phương pháp chủ đạo*.

Hiện nay, theo Quyết định số 61/QĐ-BTC ngày 10.01.2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính về việc công bố danh sách tổ chức tư vấn định giá được phép cung cấp dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp năm 2008, cả nước có 56 đơn vị được Bộ Tài chính cho phép hoạt động tư vấn và thẩm định giá doanh nghiệp.

Tuy nhiên, theo đánh giá của UBTVQH11 (2006), chất lượng hoạt động của hầu hết các đơn vị này còn hạn chế, chưa đảm nhận được việc thẩm định giá các doanh nghiệp có thương hiệu, lợi thế kinh doanh lớn. Điều này làm cho độ tin cậy về chất lượng thẩm định giá doanh nghiệp của nhiều tổ chức cung ứng dịch vụ thẩm định giá trong nước còn thấp. Trong khi đó, quy chế lựa chọn tổ chức thẩm định giá doanh nghiệp; quy chế quản lý, giám sát hoạt động tư vấn và thẩm định giá doanh nghiệp; các tiêu chuẩn đánh giá năng lực của tổ chức thẩm định giá chưa được quy định rõ, chưa gắn trách nhiệm của tổ chức tư vấn, thẩm định giá với việc bán cổ phần của doanh nghiệp⁴⁵.

Theo nhận xét của ông Trương Hùng Long, Phó vụ trưởng Vụ Tài chính ngân hàng, Bộ Tài chính thì đối với phương pháp tài sản, hầu hết các tổ chức cung ứng dịch vụ đều thiếu thông tin về giá thị trường để xác định tỷ lệ phần trăm còn lại của nhà xưởng, máy móc; chưa có tiêu chuẩn cụ thể để thẩm định giá thương hiệu, chưa tính hết được giá trị tiềm năng của doanh nghiệp. Phương pháp dòng lưu kim chiết khấu áp dụng rất phức tạp, doanh nghiệp cũng không muốn giá trị được đánh giá quá cao, khó bán cổ phần, bất lợi trong việc chia cổ phần ưu đãi trong nội bộ.

Theo ông Trương Hùng Long, điểm yếu lớn nhất trong lĩnh vực này là do chưa chiếm được niềm tin của khách hàng về chất lượng, các tổ chức cung ứng dịch vụ chuyển sang cạnh tranh với nhau thông qua giá cả.

Hộp 3.2. Định giá doanh nghiệp chưa chuyên nghiệp. Nguồn: Việt Phong (2005)-VnExpress.net

⁴⁵ Nhận định này của UBTVQH11 phản ánh thực trạng công tác thẩm định giá doanh nghiệp tính đến thời điểm công bố báo cáo (13.10.2006). Trên thực tế, mới đây, Bộ trưởng Bộ Tài chính đã ký quyết định số 100

Điều này cho thấy công việc hoạch định chính sách (liên quan đến công tác thẩm định giá) của các nhà hoạch định chính sách tài chính phát triển ở nước ta trong thời gian tới là rất bề bộn. Đồng thời, trước nhu cầu thẩm định giá doanh nghiệp ngày càng lớn trong tương lai, việc nâng cao chất lượng hoạt động của các tổ chức tư vấn thẩm định giá trong nước nói chung, năng lực của đội ngũ cán bộ thẩm định giá nói riêng cũng trở thành một đòi hỏi vô cùng bức thiết, đặc biệt là trong bối cảnh cạnh tranh với các tổ chức tư vấn thẩm định giá của nước ngoài.

3.3.2. Thực trạng vận dụng các mô hình DCF trong thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam thời gian qua

Như đã nhận xét trong mục [3.1], nhu cầu thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta bắt nguồn từ và song hành với quá trình cổ phần hoá các DNNN. Mặc dù nhu cầu thẩm định giá doanh nghiệp cho các mục đích khác có tiềm năng rất lớn trong tương lai, nhưng hiện vẫn còn chưa thật sự phổ biến. Bởi vậy, những mô tả thực trạng vận dụng các mô hình DCF trong thẩm định giá doanh nghiệp ở Việt Nam thời gian qua, được trình bày dưới đây, chủ yếu liên quan đến mục tiêu cổ phần hoá DNNN.

Tuy vậy, theo thiên ý, điều này hoàn toàn không cản trở chúng ta mở rộng phân tích của mình, và theo đuổi những ý tưởng cải tiến về mặt kỹ thuật cách vận dụng mô hình DCF hiện hữu, không chỉ cho mục tiêu cổ phần hoá, mà còn cho các mục tiêu thẩm định giá đa dạng khác.

Như đã nêu, Nghị định số 109/2007/NĐ-CP ngày 26.06.2007 của Chính phủ về việc chuyển doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước thành công ty cổ phần quy định các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp gồm: phương pháp tài sản, phương pháp dòng lưu kim chiết khấu và các phương pháp khác. Tuy nhiên dù giá trị doanh nghiệp được thẩm định và công bố theo phương pháp nào thì cũng không được thấp

/2007/QĐ-BTC ngày 06.12.2007 ban hành Quy chế lựa chọn và giám sát các tổ chức tư vấn định giá. Quy chế này áp dụng đối với các tổ chức cung cấp dịch vụ thẩm định giá doanh nghiệp (gọi tắt là tổ chức tư vấn định giá) cho các doanh nghiệp 100% vốn nhà nước chuyển đổi thành công ty cổ phần. Tuy nhiên, các doanh nghiệp khác có nhu cầu thẩm định giá doanh nghiệp cũng có thể lựa chọn các tổ chức tư vấn định giá theo quy định tại Quy chế này.

hơn giá trị doanh nghiệp được thẩm định theo phương pháp tài sản quy định trong Nghị định này.

Như vậy, chúng ta có thể suy diễn một cách chủ quan hai ý sau đây:

- Thứ nhất, phương pháp tài sản phải là cái gốc và là “giá sàn” của doanh nghiệp, dùng để tham chiếu kết quả của các phương pháp khác. Có vẻ như các nhà hoạch định chính sách muốn nhắm đến mục tiêu không làm thất thoát vốn Nhà nước khi cổ phần hoá, vì lẽ giá doanh nghiệp được xác định theo phương pháp tài sản phản ánh giá thị trường của tài sản doanh nghiệp hiện có, nhưng chưa tính hết giá trị tiềm năng và khả năng sinh lợi trong tương lai của doanh nghiệp.
- Thứ hai, dù lựa chọn thẩm định giá doanh nghiệp theo phương pháp nào, đơn vị chịu trách nhiệm thẩm định giá vẫn phải ước tính giá doanh nghiệp theo phương pháp tài sản, để có cơ sở tham chiếu xem giá doanh nghiệp được tính ra theo phương pháp đã chọn có thỏa mãn ràng buộc “không thấp hơn” mức giá thẩm định theo phương pháp tài sản hay không.

Theo Nghị định này thì giá trị thực tế phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp được xác định theo phương pháp dòng lưu kim chiết khấu dựa trên khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong tương lai. Giá trị thực tế của doanh nghiệp bao gồm giá trị thực tế phần vốn nhà nước, nợ phải trả, số dư bằng tiền quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi và số dư kinh phí sự nghiệp (nếu có). Trường hợp doanh nghiệp lựa chọn hình thức giao đất, thuê đất trả tiền một lần thì phải tính bổ sung giá trị quyền sử dụng đất, tiền thuê đất vào giá trị doanh nghiệp theo quy định.

$$\begin{array}{ccccccccc} \text{Giá trị thực tế} & & \text{Giá trị thực} & & \text{Nợ thực} & & \text{Số dư quỹ} & & \text{Nguồn} \\ \text{của doanh} & = & \text{tế phần vốn} & + & \text{tế phải} & + & \text{khen thưởng,} & + & \text{kinh phí} \\ \text{nghiệp} & & \text{Nhà nước} & & \text{trả} & & \text{phúc lợi} & & \text{sự nghiệp} \end{array}$$

Trong đó:

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

Căn cứ thẩm định giá doanh nghiệp theo phương pháp dòng lưu kim chiết khấu bao gồm: (i) Báo cáo tài chính của doanh nghiệp trong 05 năm liền kề, trước thời điểm thẩm định giá doanh nghiệp ; (ii) Phương án hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp trong 03 đến 05 năm sau khi chuyển thành công ty cổ phần; (iii) Lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 05 năm ở thời điểm gần nhất với thời điểm tổ chức thực hiện thẩm định giá doanh nghiệp và hệ số chiết khấu dòng lưu kim của doanh nghiệp được định giá.

Khoản 4, phần B, mục III, Thông tư số 146/2007/TT-BTC ngày 06.12.2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện Nghị định số 109/2007/NĐ-CP ngày 26/06/2007 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần quy định việc xác định giá trị thực tế phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp như sau:

$$\text{Giá trị thực tế phần vốn Nhà nước} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+K)^i} + \frac{P_n}{(1+K)^n} \pm \text{Chênh lệch về giá trị quyền sử dụng đất đã nhận giao, nhận thuê} \quad (3.1)$$

Trong đó:

$\frac{D_i}{(1+K)^i}$: Giá trị hiện tại của cổ tức năm thứ i

$\frac{P}{(1+K)^n}$: Giá trị hiện tại của phần vốn Nhà nước năm thứ n

i : Thứ tự các năm kế tiếp kể từ năm thẩm định giá doanh nghiệp ($i = \overline{1, n}$).

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

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

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

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{K - g} \quad (3.2)$$

D_{n+1} : Khoản lợi nhuận sau thuế dùng để chia cổ tức dự kiến của 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:

$$K = R_f + R_p \quad (3.3)$$

Trong đó :

R_f : 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 có kỳ hạn 5 năm ở thời điểm gần nhất với thời điểm thẩm định giá doanh nghiệp.

R_p : 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 (R_f).

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

$$g = b \times R \quad (3.4)$$

Trong đó:

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.

Trên cơ sở xem xét cách vận dụng mô hình DCF theo hướng dẫn của Bộ Tài chính nêu trên, có đối chiếu với khuôn khổ lý thuyết về các mô hình DCF đã trình bày trong chương 1 và 2, chúng ta có thể rút ra một số nhận định dưới đây.

3.3.2.1. Về nội dung của phương pháp DCF

Xét về nội dung, phương pháp dòng lưu kim chiết khấu để thẩm định giá doanh nghiệp cho mục tiêu cổ phần hoá, theo hướng dẫn của Bộ Tài chính, là một biến thể của mô hình DCF đã được thảo luận trong tiểu mục [2.1.1] thuộc chương hai: Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM), phiên bản tăng trưởng hai giai đoạn, thuộc nhóm biến thể các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu. Theo đó, doanh nghiệp

được giả định là sẽ có tốc độ tăng trưởng dự kiến cao và không đổi trong giai đoạn đầu, rồi sau đó giảm đột ngột xuống mức tăng trưởng ổn định, kéo dài vô tận.

Việc sử dụng biến thể DDM của các mô hình DCF trong thẩm định giá doanh nghiệp là sự lựa chọn phù hợp trong điều kiện Việt Nam hiện nay, vì lẽ việc dự báo dòng lưu kim cổ tức đòi hỏi ít các giả định hơn, và cũng dễ thực hiện hơn so với việc dự báo dòng lưu kim tự do của vốn chủ sở hữu hay dòng lưu kim tự do của doanh nghiệp (vốn dĩ đòi hỏi nhiều giả định hơn và quy trình tính toán rất phức tạp).

Tuy nhiên, trong khi ủng hộ việc khai triển biến thể DDM, tác giả vẫn băn khoăn về kỹ thuật dự báo dòng lưu kim cổ tức kỳ vọng theo hướng dẫn hiện hành. Đồng thời, việc hướng dẫn áp dụng biến thể DDM, phiên bản tăng trưởng hai giai đoạn cho các doanh nghiệp khác nhau, với những đặc thù hoạt động khác nhau rất có thể sẽ trở thành cứng nhắc và không thích hợp. Nên chăng cần có hướng dẫn chi tiết về việc áp dụng các phiên bản tăng trưởng khác của biến thể DDM trong những tình huống thẩm định giá khác nhau?

Giá trị kết thúc (P_n) của doanh nghiệp được xác định theo mô hình tăng trưởng ổn định Gordon. Dĩ nhiên, về mặt lý thuyết, có những cách khác nhau cho phép ước lượng được giá trị kết thúc này. Và vấn đề đặt ra là nên chăng sử dụng nhiều phương pháp khác nhau để có cơ hội đối chiếu kết quả tính toán, lựa chọn được kết quả phù hợp nhất?

Tất cả những băn khoăn được nêu ra trong phần đánh giá thực trạng này sẽ là xuất phát điểm cho những gợi ý cải tiến cách làm hiện hữu, được trình bày trong chương 4 của luận văn này.

3.3.2.2. Về kỹ thuật dự báo dòng lưu kim kỳ vọng

Theo hướng dẫn của Bộ Tài chính⁴⁶, dòng lưu kim cổ tức kỳ vọng được ước tính dựa trên cơ sở kết quả dự báo lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp trong các năm tương lai. Phương pháp dự báo được sử dụng để minh họa trong hướng dẫn

⁴⁶ Xem Phụ lục 2

này, theo quan sát và nhận định của tác giả, là phương pháp dự báo dựa vào tốc độ phát triển bình quân.

Về mặt lý thuyết, mô hình dự báo này có dạng như sau:

$$\bar{Y}_{n+L} = Y_n (\bar{t})^L \quad (3.5)$$

Trong đó,

\bar{Y}_{n+L} : Mức độ dự báo ở kỳ thứ (n+L)

Y_n : Mức độ cuối cùng trên dãy số tiền sử⁴⁷

L : Tầm xa dự báo⁴⁸

\bar{t} : Tốc độ phát triển trung bình, xác định bởi công thức sau đây:

$$\bar{t} = \sqrt[n-1]{\prod_{i=2}^n t_i} = \sqrt[n-1]{\frac{Y_n}{Y_1}} \quad (3.6)$$

Với :

Y_1 và Y_n lần lượt là mức độ đầu tiên, và mức độ cuối cùng trên dãy số tiền sử

n : Số các mức độ thực tế trên dãy số tiền sử

t_i : Tốc độ phát triển liên hoàn ở kỳ thứ i , cho bởi:

$$t_i (\%) = \frac{Y_i}{Y_{i-1}} \times 100 \quad (3.7)$$

Phương pháp dự báo này đơn giản, dễ thực hiện nhưng có ràng buộc là chỉ nên áp dụng khi hiện tượng nghiên cứu biến động với một nhịp độ tương đối ổn định, thể hiện qua chỉ tiêu tốc độ phát triển liên hoàn phải xấp xỉ bằng nhau.

⁴⁷ Dãy số thời gian biểu diễn các mức độ của hiện tượng nghiên cứu trong quá khứ

⁴⁸ Khoảng thời gian tương lai mà giá trị dự báo được thực hiện

Nếu đối chiếu ràng buộc này với số liệu minh họa trong hướng dẫn của Bộ Tài chính thì có thể nhận thấy rằng ví dụ ấy không thật sự chuẩn mực. Thật vậy, Bảng 3.1 cho thấy các tốc độ phát triển liên hoàn biến động rất lớn theo thời gian, và do đó việc sử dụng mô hình dự báo dựa vào tốc độ phát triển bình quân trong trường hợp minh họa này là không thích hợp.

Bảng 3.1. Một ví dụ minh họa không chuẩn mực

Đơn vị tính: Triệu đồng					
Năm	1996	1997	1998	1999	2000
Lợi nhuận sau thuế	160	275	236	177	292
Tốc độ phát triển liên hoàn (%)	--	172%	86%	75%	165%

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu trích ra từ Phụ lục 2

Trên thực tế, dãy số tiền sử về lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp có thể biến động với nhịp độ không ổn định, làm cho việc dự báo theo mô hình này sẽ cho ra những kết quả không chính xác, sai số dự báo lớn, và hậu quả là quy trình thẩm định giá có thể mắc phải những sai lầm nghiêm trọng.

Ngay cả khi cho rằng việc dự toán lợi nhuận sau thuế của các năm tương lai theo mô hình dự báo dựa vào tốc độ tăng trưởng bình quân nêu trên là thích hợp với điều kiện thực tế về dữ liệu, và có tính đến năng lực chuyên môn hiện hành của đội ngũ thẩm định viên về giá ở nước ta, thì liệu mô hình dự báo ấy có luôn phù hợp với các doanh nghiệp có đặc thù kinh doanh rất khác nhau và các dạng thức chuỗi thời gian rất đa dạng hay không, vẫn còn là một câu hỏi gây ra nhiều tranh cãi.

Do vậy, trong thực tiễn thẩm định giá doanh nghiệp, cần thiết phải sử dụng một cách linh hoạt những phương pháp dự báo định lượng khác nhau sao cho phù hợp với đặc tính biến động theo thời gian của lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp được thẩm định. Điều này sẽ được phân tích chi tiết hơn trong chương 4 tiếp theo.

Gợi ý vừa nêu làm nảy sinh thêm một vấn đề nữa đó là nếu các mô hình dự báo khác nhau được khai triển để ước tính lợi nhuận tương lai, thì mô hình nào sẽ là mô hình thích hợp nhất cho quá trình dự báo ấy? Điều này hàm ý rằng cũng nên

quan tâm đến việc chọn lựa mô hình dự báo thích hợp - một khía cạnh kỹ thuật quan trọng mà hướng dẫn của Bộ Tài chính đã không đề cập đến.

Cuối cùng, nếu như hầu hết các quy định, hướng dẫn của Bộ Tài chính đều toát lên tinh thần đơn giản hoá ở mức cần thiết để việc triển khai mô hình DDM trong điều kiện thực tiễn nước ta được thuận lợi, thì dường như các ví dụ minh hoạ cho việc triển khai này lại bị giản lược quá mức, thiếu chi tiết, thiếu cụ thể, thậm chí là sơ sài. Chính điều này, theo tác giả, lại làm cho việc vận dụng mô hình DDM trở nên khó khăn hơn, thậm chí có thể dẫn đến chỗ vận dụng một cách tùy nghi, làm suy giảm tính khoa học của kết quả thẩm định giá.

Khuôn khổ lý thuyết được nêu trong chương 1 và 2 chỉ ra rằng các mô hình dòng lưu kim chiết khấu nói chung, và biến thể DDM nói riêng đều dựa trên nền tảng của những dự báo *cần trọng và chi tiết* về dòng lưu kim tương lai mà doanh nghiệp có thể đạt được, và tính toán tỷ suất chiết khấu thích hợp cho từng loại dòng lưu kim ấy. Có thể nói việc dự báo dòng lưu kim tương lai, và xác định tỷ suất chiết khấu là hai trong số những nhiệm vụ quan trọng và phức tạp nhất cần được thực hiện tốt để đảm bảo chất lượng của kết quả thẩm định giá theo các mô hình này.

Trong hướng dẫn của Bộ Tài chính, dường như tầm quan trọng đặc biệt này đã bị xem nhẹ. Thật vậy, hướng dẫn đã chỉ ra cách thức để dự báo lợi nhuận sau thuế như sau: (i) *“thường thì lợi nhuận sau thuế của năm kế tiếp năm thẩm định giá lấy theo số ước của doanh nghiệp”*; hoặc (ii) *“doanh nghiệp xây dựng kế hoạch lợi nhuận sau thuế bốn năm trong tương lai, và số liệu này phải được doanh nghiệp chứng minh là khả thi”*.

Việc không nêu rõ cách thức làm thế nào để doanh nghiệp xác định “số ước”, hoặc doanh nghiệp phải “chứng minh” theo những tiêu chí gì để các số liệu dự kiến của mình được coi là “khả thi”, có thể dẫn đến sự tùy tiện trong phán quyết của cơ quan có thẩm quyền đối với kết quả thẩm định giá.

Mặt khác, trong bối cảnh năng lực thẩm định giá của các tổ chức tư vấn nội địa còn đang trong quá trình hoàn thiện dần từng bước, thì những hướng dẫn, minh

hoạ sơ sài như vậy có thể sẽ không giúp được gì nhiều cho quá trình thẩm định giá, cũng như làm suy giảm tính thuyết phục của kết quả thẩm định giá được công bố.

Bên cạnh đó, việc khai triển các mô hình dự báo định lượng khác nhau sẽ đặt ra những đòi hỏi khác nhau về dữ liệu quá khứ của chỉ tiêu cần dự báo. Điều này làm cho quy định chỉ “*sử dụng báo cáo tài chính của doanh nghiệp trong 05 năm liền kề, trước thời điểm thẩm định giá doanh nghiệp, làm căn cứ thẩm định giá doanh nghiệp theo phương pháp dòng lưu kim chiết khấu*”, trở nên cứng nhắc, gây ra những khó khăn không cần thiết trong quá trình tính toán thực tế của các thẩm định viên.

3.3.2.3. Về kỹ thuật ước lượng tỷ suất chiết khấu

Quan điểm xác định tỷ suất chiết khấu bằng cách sử dụng lãi suất phi rủi ro cộng thêm phần bù rủi ro là phù hợp với nguyên lý đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro của tài chính doanh nghiệp⁴⁹. Việc sử dụng chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán quốc tế tại niên giám định giá làm phần bù rủi ro là cách tiếp cận đơn giản, phù hợp với trình độ phát triển của thị trường tài chính, hiện trạng cơ sở dữ liệu cho công tác thẩm định giá doanh nghiệp, và năng lực chuyên môn của đội ngũ thẩm định viên về giá ở nước ta hiện nay.

Đồng thời, hướng dẫn nêu trên cũng đề nghị khả năng giao cho đơn vị thẩm định giá tự tính toán phần bù rủi ro này. Vấn đề cần tiếp tục được làm rõ là việc tự tính toán này nên được thực hiện như thế nào để vừa đảm bảo tính khoa học, phù hợp với thông lệ quốc tế, lại vừa đơn giản ở mức cần thiết về mặt quy trình và phương pháp, phù hợp với thực trạng phát triển tài chính của nước ta?

3.3.2.4. Về vấn đề ước lượng tốc độ tăng trưởng kỳ vọng

Quy trình ước tính tốc độ tăng trưởng lợi tức cổ phần kỳ vọng (g) dựa trên hai tham số: tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại bổ sung vốn (b), và tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân của các năm tương lai (R). Tuy nhiên, bản thân

⁴⁹ Principle of Risk and Return Trade-off

(b), theo hướng dẫn của Bộ Tài chính, là một giá trị được ước lượng rất chủ quan, trong khi đó tính chính xác của (R) lại chịu sự tác động rất lớn của tính chính xác của kết quả dự báo lợi nhuận sau thuế và vốn chủ sở hữu. Không có gì đảm bảo rằng giá trị (g) kỳ vọng là đáng tin cậy, khi mà quá trình ước lượng ra nó chịu sự chi phối của quá nhiều yếu tố ngoại sinh như vậy.

Vấn đề đặt ra là liệu có thể sử dụng các cách thức khác để ước lượng (g) nhằm có thêm cơ sở tham khảo khi quyết định lựa chọn một giá trị (g) nào đó thích hợp nhất hay không? Nếu mở rộng phân tích này cho các mục đích thẩm định giá khác (thí dụ như thẩm định giá một công ty cổ phần đã niêm yết có quá trình chi trả cổ tức trong nhiều năm qua cho mục tiêu sáp nhập và hợp nhất), thì liệu có thể căn cứ vào số liệu lịch sử về cổ tức để ước tính tốc độ tăng trưởng kỳ vọng về lợi tức cổ phần trong tương lai hay không?

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương này trình bày những vấn đề liên quan đến câu hỏi nghiên cứu số [2]: Thực trạng công tác thẩm định giá doanh nghiệp và vấn đề vận dụng mô hình DCF vào điều kiện thực tiễn nước ta trong thời gian qua như thế nào? Có bốn kết luận quan trọng được rút ra từ phần nội dung này:

- Một là nhu cầu thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta bắt nguồn từ và song hành với quá trình cổ phần hoá DNNN. Mặc dù là một lĩnh vực còn mới mẻ, thẩm định giá doanh nghiệp ngày càng có vai trò quan trọng đối với quá trình cải cách khu vực DNNN, sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán, và quá trình sáp nhập-hợp nhất doanh nghiệp ở nước ta.
- Hai là phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp theo mô hình DCF vẫn chưa được sử dụng phổ biến ở Việt Nam. Mô hình dòng lưu kim chiết khấu để thẩm định giá doanh nghiệp cho mục tiêu cổ phần hoá theo hướng dẫn của Bộ Tài chính là biến thể xưa cũ của mô hình DCF: Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM), phiên bản tăng trưởng hai giai đoạn.

- Ba là hành lang pháp lý cho công tác thẩm định giá doanh nghiệp hiện vẫn còn chưa hoàn thiện. Những hướng dẫn, quy định của cơ quan có thẩm quyền hầu như chỉ tập trung giải quyết khâu thẩm định giá doanh nghiệp cho mục đích cổ phần hoá các DNNN. Điều này gây ra những khó khăn trong việc thẩm định giá doanh nghiệp cho các mục đích khác, chẳng hạn như thẩm định giá cho mục đích sáp nhập và hợp nhất doanh nghiệp, hay phục vụ cho mục đích phát hành cổ phần ra công chúng của các công ty cổ phần niêm yết, hoặc việc chuyển đổi sở hữu và thay đổi tỷ lệ sở hữu của các bên liên doanh...

Có thể nói tính chất chưa đầy đủ và chưa hoàn thiện của các quy định pháp luật về thẩm định giá doanh nghiệp, sự thiếu vắng các nhà chuyên môn am hiểu kỹ thuật thẩm định giá, và sự khan hiếm của các tài liệu Việt ngữ giới thiệu một cách toàn diện về vấn đề này...có lẽ là những nguyên nhân chủ yếu cản trở sự phát triển của công tác thẩm định giá của Việt Nam trong thời gian qua, cũng như hạn chế chất lượng và độ tin cậy của kết quả thẩm định giá doanh nghiệp được thực hiện bởi các đơn vị tư vấn nội địa.

CHƯƠNG 4.
MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CẢI TIẾN
VIỆC VẬN DỤNG MÔ HÌNH DCF
TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ
DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

Mặc dù những đề xuất dưới đây được đưa ra trên cơ sở phân tích và theo đuổi việc cải tiến quy trình thẩm định giá doanh nghiệp theo mô hình DDM, một biến thể của mô hình DCF, phục vụ cho mục tiêu cổ phần hoá, không có gì cản trở chúng ta mở rộng phân tích của mình trong một bối cảnh rộng rãi hơn, để có thể sử dụng một cách thích hợp mô hình này phục vụ cho các mục tiêu thẩm định giá doanh nghiệp đa dạng khác.

Như đã nêu trong lời mở đầu của luận văn, các đề xuất cải tiến, dù ở khía cạnh nào, cũng phải bám sát những nguyên tắc xuyên suốt được nhiều nhà nghiên cứu ở Việt Nam đồng thuận là:

- Đảm bảo sự rõ ràng, đơn giản ở mức cần thiết về quy trình, dễ vận dụng, dễ nhận thức (không chỉ bởi các thẩm định viên, mà còn bởi các đối tượng sử dụng kết quả thẩm định giá), phù hợp với trình độ phát triển kinh tế, tài chính của Việt Nam.
- Có tính đến đặc thù là đa số các doanh nghiệp Việt Nam đều là các doanh nghiệp vừa và nhỏ chưa niêm yết, tính thanh khoản kém, khả năng đa dạng hoá đầu tư và phân tán rủi ro thấp.
- Đảm bảo tính khoa học, tính thực tiễn, phù hợp với thông lệ quốc tế và được thế giới công nhận.

4.1. VẤN ĐỀ DỰ BÁO DÒNG LƯU KIM KỲ VỌNG

4.1.1. Một số gợi ý chính sách

Trên cơ sở những nhận định ở tiểu mục [3.3.2.2], tác giả đề xuất một số gợi ý chính sách liên quan đến vấn đề dự báo dòng lưu kim kỳ vọng như sau:

- Một là trong Thông tư số 146/2007/TT-BTC ngày 06.12.2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện Nghị định số 109/2007/NĐ-CP⁵⁰ ngày 26/06/2007 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần, nên có những hướng dẫn và minh hoạ chi tiết về cách thức dự báo lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp, cũng như bổ sung thêm ghi chú về việc các đơn vị tư vấn nên căn cứ vào đặc tính biến động theo thời gian của dãy số tiền sử để lựa chọn một mô hình dự báo chuỗi thời gian thích hợp nhất.

Các ví dụ và nội dung hướng dẫn cần được nghiên cứu và soạn thảo kỹ lưỡng, nhằm đảm bảo tính chuẩn mực cao, phục vụ tốt cho mục đích minh hoạ. Đồng thời, các ví dụ này cũng cần nhấn mạnh nhiều hơn đến vấn đề dự báo lợi nhuận sau thuế. Các ví dụ minh hoạ cho gợi ý chính sách này sẽ được trình bày trong tiểu mục [4.1.2] tiếp theo.

Thậm chí, bởi tính phức tạp và tầm quan trọng sống còn của việc dự báo chính xác⁵¹ dòng lưu kim kỳ vọng đối với kết quả thẩm định giá, có thể bổ sung thêm quy định cho phép đơn vị tư vấn được sử dụng nhiều mô hình dự báo khác nhau, và lựa chọn mô hình dự báo thích hợp nhất trên cơ sở so sánh các chỉ tiêu đo lường sai số dự báo, thay vì chỉ hướng dẫn và minh hoạ một phương pháp dự báo dựa vào tốc độ phát triển bình quân như hiện nay.

- Hai là cần sửa chữa khoản 1, điều 34, mục 3 của Nghị định 109 theo hướng cho phép các đơn vị tư vấn được sử dụng nguồn dữ liệu từ các báo cáo tài chính của doanh nghiệp một cách linh hoạt hơn, trong nhiều năm hơn, hoặc dữ liệu theo những thời đoạn khác (như theo quý, nếu có), để phù hợp với những đòi hỏi khác nhau về dữ liệu đầu vào của các mô hình dự báo định

⁵⁰ Sau đây gọi tắt là Nghị định 109

⁵¹ Thuật ngữ: "dự báo chính xác" hay "phù hợp" có thể được sử dụng thay thế cho nhau để cùng cho biết là mô hình dự báo được xây dựng dựa trên dãy số tiền sử có thể tái tạo lại dữ liệu gần giống đến mức nào so với dữ liệu thực đã có (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2007).

lượng khác nhau⁵², thay vì quy định một cách cứng nhắc rằng căn cứ thẩm định giá doanh nghiệp theo phương pháp DCF là *báo cáo tài chính của doanh nghiệp trong 5 năm liền kề*, trước thời điểm thẩm định giá.

- Ba là cần sửa chữa khoản 2, điều 34, mục 3 của Nghị định 109 theo hướng linh hoạt hơn để mở đường cho việc áp dụng các phiên bản tăng trưởng khác của biến thể DDM cho những tình huống thẩm định giá khác nhau, thay vì quy định rằng căn cứ thẩm định giá doanh nghiệp theo phương pháp DCF là phương án hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong 3 đến 5 năm sau khi chuyển thành công ty cổ phần, và chỉ sử dụng biến thể DDM phiên bản tăng trưởng hai giai đoạn như hiện nay.

4.1.2. Các đề xuất cải tiến cụ thể

Trong điều kiện hiện tại, khó khăn lớn nhất mà các thẩm định viên phải xử lý không chỉ là những vấn đề kỹ thuật liên quan đến các mô hình dự báo định lượng, mà còn là ở chỗ nguồn dữ liệu lịch sử dùng cho các mô hình dự báo ấy.

Đa số các doanh nghiệp Việt Nam có quy mô vừa và nhỏ, thời gian hoạt động chưa lâu, công tác lưu trữ thống kê chưa thật bài bản, nên dữ liệu quá khứ của doanh nghiệp cần được thẩm định giá đôi khi không đầy đủ. Mặt khác, quá trình thay đổi quy định hạch toán và hoàn thiện hệ thống kế toán của Nhà nước có thể làm nảy sinh sự dị biệt về tính chất giữa các dữ liệu trên các báo cáo tài chính được lưu trữ theo thời gian, làm cho chúng đôi khi không đáp ứng được yêu cầu của việc dự báo.

Nói chung, nếu dữ liệu lịch sử cần thiết cho dự báo đã có sẵn, thì vấn đề còn lại là lựa chọn một mô hình dự báo thích hợp nhất với đặc điểm của dữ liệu, khả năng chuyên môn của thẩm định viên, cũng như giới hạn về thời gian thực hiện...

⁵² Lý thuyết thống kê chỉ ra quy tắc thực hành: Tầm xa dự báo phải là hữu hạn và tối đa bằng 1/3 độ dài dãy số tiền sử (Hoàng Ngọc Nhậm, 2004). Điều này hàm ý là nếu muốn dự báo cho mức độ của 5 năm tương lai chẳng hạn, thì dãy số tiền sử phải có tối thiểu là 15 mức độ.

Xét điều kiện thực tế ở nước ta hiện nay, có lẽ các phương pháp dự báo gián đơn dựa trên mô hình dãy số thời gian (chuỗi thời gian) là thích hợp hơn cả. Các mô hình dự báo theo dãy số thời gian này đều dựa trên một giả định cơ bản là: quy luật vận động của hiện tượng trong quá khứ sẽ vẫn còn tiếp tục diễn ra trong tương lai. Mặc dù đây là một giả định hết sức mong manh trong điều kiện nền kinh tế thị trường thường xuyên thay đổi, nhưng những nhà phân tích, trong thực tế, đều phải chấp nhận nó như là một bộ phận không thể tách rời của quá trình dự báo của mình.

Trên cơ sở lý thuyết về dự báo thống kê, quy trình dự báo lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp⁵³ để từ đó ước tính dòng lưu kim cổ tức kỳ vọng cho biến thể DDM được đề xuất như sau:

- Thu thập và chuẩn bị dữ liệu về lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp trong những năm trước đây, và thực hiện các bước hiệu chỉnh dữ liệu nếu thấy cần thiết.
- Cố gắng nhận diện đặc tính biến động theo thời gian của dãy số tiền sử để áp dụng một vài phương pháp dự báo gián đơn theo mô hình dãy số thời gian phù hợp.
- Tính toán các chỉ tiêu đo lường sai số dự báo để trên cơ sở đó lựa chọn mô hình dự báo thích hợp nhất
- Vận dụng kinh nghiệm và sự hiểu biết sâu sắc tình hình thực tiễn về doanh nghiệp, cũng như ngành kinh doanh mà doanh nghiệp đang hoạt động trong đó, thẩm định viên cố gắng đưa ra những điều chỉnh kết quả dự báo định lượng để có được giá trị lợi nhuận kỳ vọng phù hợp.

Ví dụ sau đây được thiết kế để làm rõ quy trình được vừa đề xuất, đồng thời góp phần gia tăng sức thuyết phục cho các gợi ý chính sách nêu trên. Số liệu của các ví dụ này do tác giả tự xây dựng nhằm mục đích minh họa.

⁵³ Quy trình này cũng có thể được mở rộng ra cho các biến thể khác của mô hình DCF, chẳng hạn như biến thể FCFE hoặc biến thể FCFD

Phụ lục 3 kèm theo luận văn này trình bày chi tiết khía cạnh kỹ thuật của việc dự báo lợi nhuận sau thuế cũng có thể được các nhà hoạch định chính sách nghiên cứu sử dụng như là một bộ phận nội dung của ví dụ minh họa cho quy trình thẩm định giá doanh nghiệp theo mô hình DCF nói chung, cũng như biến thể DDM nói riêng.

Ví dụ minh họa: Dự báo bằng ngoại suy giản đơn các phương trình xu thế

Doanh nghiệp A đang được thẩm định giá theo mô hình DDM để tiến hành cổ phần hóa. Để vận dụng mô hình DDM, một trong những việc đầu tiên cần làm là ước tính dòng cổ tức kỳ vọng dựa trên cơ sở dự báo lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp trong các năm tương lai.

4.1.2.1. Thu thập và chuẩn bị dữ liệu

Dãy số tiền sử về lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp được thu thập trong 15 năm qua như sau:

Bảng 4.1. Dãy số tiền sử về lợi nhuận ròng của doanh nghiệp A

Đơn vị tính: triệu đồng

Năm	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Lợi nhuận sau thuế	160	185	220	-	320	250	200	350	490	600	600	1000	1250	1600	2100

Nguồn: Tác giả tự xây dựng cho mục đích minh họa

Bảng 4.1 cho thấy số liệu về lợi nhuận sau thuế năm 1995 của doanh nghiệp bị khuyết, tài liệu lưu trữ cho phép tính toán bổ sung cũng đã bị thất lạc.

Trong trường hợp này, ta có thể thực hiện việc hiệu chỉnh dữ liệu, và tính toán bổ sung dữ liệu bị khuyết theo một trong những cách sau đây:

- Một là thay thế bằng giá trị trung bình của chuỗi

$$Y_{1995} = \frac{\sum_{i=1992}^{2006} Y_i}{14} = \frac{9325}{14} = 666$$

- Hai là thay thế bằng giá trị dự báo thô “naive”⁵⁴

$$Y_{1995} = Y_{1994} = 220$$

- Ba là thay thế bằng số trung bình số học của mức độ thuộc hai thời đoạn liền trước và liền sau giá trị khuyết

$$Y_{1995} = \frac{220 + 320}{2} = 270$$

- Bốn là thay thế bằng giá trị trung bình của một thời kỳ lựa chọn (chẳng hạn thời kỳ 1992-1998)

$$Y_{1995} = \frac{\sum_{i=1992}^{1998} Y_i}{6} = \frac{1335}{6} \approx 223$$

Giả sử ta chọn giá trị 270 triệu để thay thế cho giá trị khuyết của năm 1995. Lúc này, ta có một dãy số tiền sử gồm 15 mức độ về lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp từ năm 1992 đến năm 2006 để phục vụ cho công tác dự báo theo mô hình dãy số thời gian. Đường thời gian cho dãy số về lợi nhuận sau thuế được phân chia như sau:

-Giai đoạn ước lượng: gồm 13 mức độ, từ năm 1992 đến 2004. Dãy số tiền sử này được sử dụng để xây dựng mô hình, và dùng để dự báo trong mẫu

-Giai đoạn dự báo: giai đoạn này được phân thành hai thời kỳ:

(i) Dự báo hậu nghiệm: cho hai mức độ của năm 2005 và 2006. Đặc trưng quan trọng trong giai đoạn này là chúng ta đã có các giá trị thực tế 2005 và 2006 trên dãy số tiền sử. Do đó ta sẽ có cơ hội để đối chiếu

⁵⁴ Dự báo thô “naive” mô tả giá trị dự báo cho thời đoạn kế tiếp sẽ bằng giá trị thực tế của thời đoạn trước đó

các giá trị thực tế này với giá trị dự báo từ mô hình, và kết luận về tính phù hợp của mô hình đã xây dựng.

(ii) Dự báo tiền nghiệm: cho các mức độ tương lai từ 2007-2011

4.1.2.2. Vận dụng mô hình dự báo thích hợp

Ta biết có nhiều phương pháp dự báo định lượng khác nhau, trong đó có các phương pháp dự báo theo mô hình dãy số thời gian. Nói chung thì phân tích chuỗi thời gian là một quá trình ngoại suy phức tạp. Tuy vậy, cũng có một số mô hình dự báo bằng ngoại suy giản đơn các phương trình xu thế tỏ ra thích hợp để áp dụng cho việc dự báo lợi nhuận sau thuế. Tác giả đề xuất sử dụng các mô hình dự báo giản đơn này vì ba lý do sau đây:

- Thứ nhất, chuỗi dữ liệu lịch sử (theo năm) về lợi nhuận sau thuế trong đa số các trường hợp thực tế ở Việt Nam hiện nay là không đủ lớn để có thể áp dụng các mô hình dự báo ngoại suy phức tạp, với những kiểm định nghiêm ngặt về tính phù hợp của mô hình.
- Thứ hai, trong khi thời gian và các nguồn lực khác (bao gồm cả khả năng chuyên môn của cán bộ) không ủng hộ cho việc sử dụng các mô hình ngoại suy hoàn chỉnh, chúng ta vẫn có thể sử dụng kỹ thuật ngoại suy giản đơn cho các chuỗi thời gian của mình. Mặc dù các kết quả dự báo từ cách làm này không có tính chính xác cao như trong các mô hình hoàn chỉnh, nhưng chúng vẫn có thể được chấp nhận ở mức độ nhất định, đặc biệt là trong dự báo xu thế tăng trưởng dài hạn.
- Thứ ba, trong khi một số nhà nghiên cứu nỗ lực thúc đẩy việc sử dụng các phương pháp dự báo phức tạp theo mô hình nhân quả, chúng ta vẫn không rõ là liệu những mô hình phức tạp như vậy có mang lại kết quả tương xứng so với sự hao phí về thời gian và công sức của người sử dụng hay không?

Thậm chí ngay cả khi chúng ta có đủ nguồn lực để thiết lập được những mô hình hồi quy (với các hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê) như vậy, thì cũng không chắc là chúng sẽ có ích cho mục đích dự báo. Để dự báo mức độ tương lai từ các mô hình nhân quả này, trong trường hợp tất cả các biến độc lập đều không phải là biến trễ, thì trước tiên phải dự báo được mức độ của các biến độc lập. Điều này đôi khi còn khó khăn hơn cả việc dự báo chính bản thân biến phụ thuộc ban đầu⁵⁵.

Phần dưới đây sẽ đề cập đến một số phương pháp dự báo bằng ngoại suy giản đơn các phương trình xu thế thường gặp, với sự trợ giúp của bảng tính Excel. Có hai lý do cơ bản cho việc đề xuất sử dụng Excel:

- Thứ nhất, đây là một phần mềm hiện được sử dụng phổ biến, và quen thuộc với đa số mọi người. Ở mức độ chuyên nghiệp hơn, các thẩm định viên cũng có thể sử dụng phần mềm thống kê chuyên dụng SPSS cho công việc dự báo của mình ;
- Thứ hai, thay vì phải tốn nhiều công sức cho việc thiết lập các bảng thống kê để tính toán một cách thủ công các tham số của phương trình xu thế, bảng tính Excel (hoặc phần mềm SPSS) cung cấp những tiện ích cho phép người sử dụng có được kết quả dự báo nhanh chóng.

Điều này đặc biệt phù hợp với quan điểm thứ hai khi nghiên cứu đề xuất các cải tiến cách làm hiện hữu là: cần đảm bảo tính khoa học, tính thực tiễn, nhưng đồng thời cũng phải đảm bảo sự rõ ràng, đơn giản ở mức cần thiết về quy trình, dễ vận dụng, dễ nhận thức.

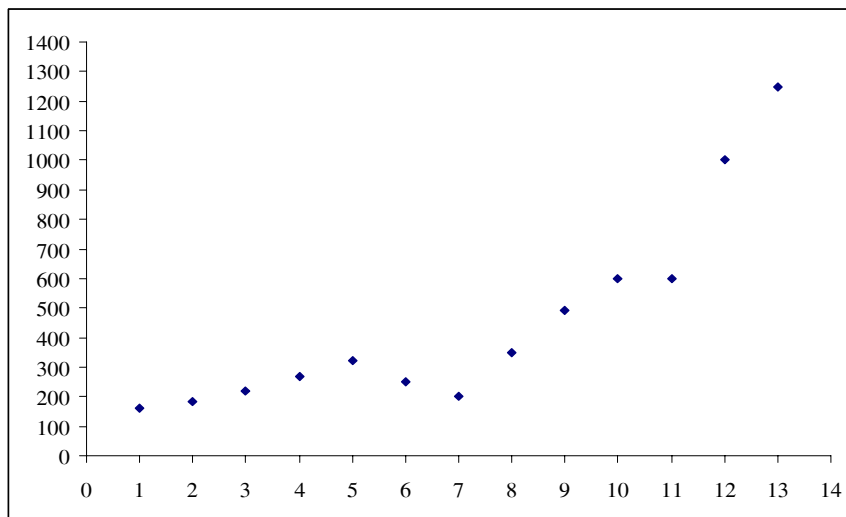
Phương trình xu thế thích hợp để dự báo mức độ của hiện tượng có thể được lựa chọn bước đầu thông qua việc quan sát chiều hướng biến động của dãy số trên

⁵⁵ Ví dụ, Otávio Ribeiro de Medeiros (*An econometric model of a firm's financial statements-2004*) đã xây dựng một mô hình kinh tế lượng để biểu diễn các báo cáo tài chính của doanh nghiệp, và sử dụng mô hình này cho việc dự toán các báo cáo tài chính, bao gồm cả chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế cho một công ty dầu khí ở Bra-xin. Mô hình này kết nối các biến kinh tế vĩ mô và vi mô với các biến kế toán thông qua một hệ phương trình cấu trúc. Và để dự toán các báo cáo tài chính, công việc trước tiên là tiến hành dự báo và xây dựng kịch bản cho các biến độc lập trong mô hình (giá dầu quốc tế; tốc độ tăng của GDP ; tỷ giá hối đoái danh nghĩa).

đồ thị phân tán. Hình 4.1 cho thấy xu thế biến động cơ bản của lợi nhuận của doanh nghiệp theo thời gian là không ngừng tăng lên. Dạng thức biến động dường như có dạng phi tuyến, có thể là hàm mũ, hoặc một đường cong bậc 2.

Sau khi bước đầu nhận dạng xu thế biến động cơ bản của hiện tượng theo thời gian, cần quyết định biểu diễn dãy số bằng một phương trình xu thế phù hợp. Trong nhiều trường hợp, ta có thể thiết lập một vài phương trình xu thế mà ta tin là có thể mô phỏng tốt chiều hướng biến động của dãy số theo thời gian, rồi sau đó, lựa chọn một mô hình thích hợp nhất thông qua các chỉ tiêu đánh giá mô hình.

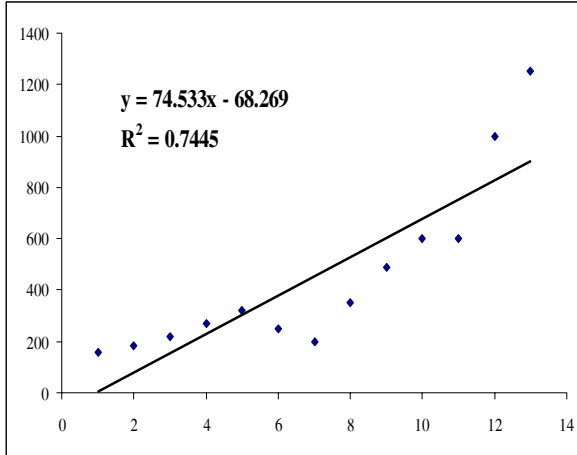
Để thuận tiện, ta đặt các thứ tự thời gian (t_i) theo số đếm, mức độ đầu tiên trên dãy số có $t_1 = 1$, mức độ tiếp theo sẽ có $t_2 = 2...$ Trong trường hợp này, ta sẽ viết 4 phương trình xu thế là: tuyến tính ; hàm pa-ra-bôn bậc hai ; hàm bậc ba ; và hàm số mũ để mô phỏng chiều hướng biến động của dãy số theo thời gian, và sử dụng phương pháp ngoại suy giản đơn các phương trình này để dự báo các mức độ về lợi nhuận sau thuế trong các năm tương lai cho doanh nghiệp.



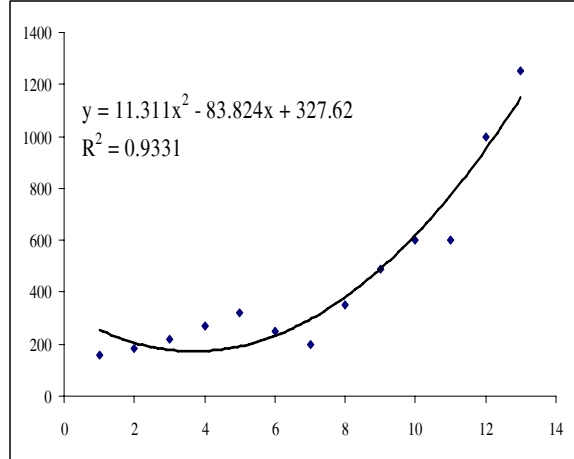
Hình 4.1. Biểu đồ phân tán biểu diễn lợi nhuận sau thuế theo thời gian

Các phương trình xu thế và hệ số xác định R^2 tương ứng được trình bày lần lượt trong các hình 4.2(a) ; hình 4.2(b) ; hình 4.2(c) ; và hình 4.2(d). Trong bốn mô hình này, phương trình xu thế bậc ba có hệ số xác định R^2 cao hơn cả, nghĩa là nó

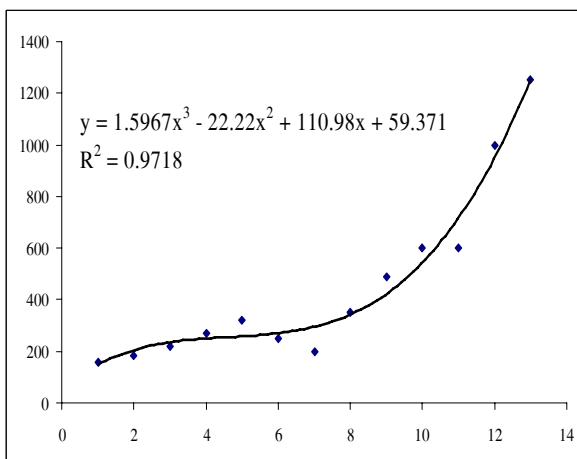
có khả năng giải thích sự biến thiên của lợi nhuận sau thuế theo thời gian tốt hơn các mô hình còn lại.



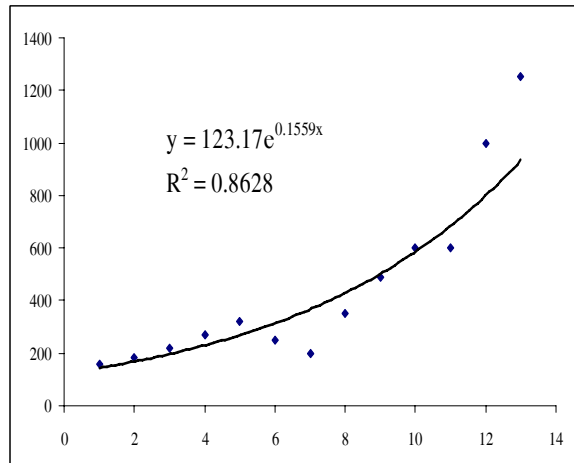
H.4.2(a) Hàm tuyến tính



H.4.2(b) Hàm pa-ra-bôn bậc 2



H.4.2(c) Hàm bậc 3



H.4.2(d) Hàm số mũ

Hình 4.2. Các phương trình xu thế mô tả biến động của dãy số tiền sử

Nếu thẩm định viên sử dụng phần mềm thống kê chuyên dụng SPSS thì sẽ có thể tiết kiệm được nhiều công sức so với thao tác trên bảng tính Excel, bởi SPSS cung cấp những tiện ích mang tính chuyên nghiệp hơn. Bảng 4.2 trình bày kết quả hồi quy theo 4 mô hình xu thế nêu trên từ SPSS.

Bảng 4.2. Kết quả hồi quy 4 mô hình xu thế (từ SPSS)

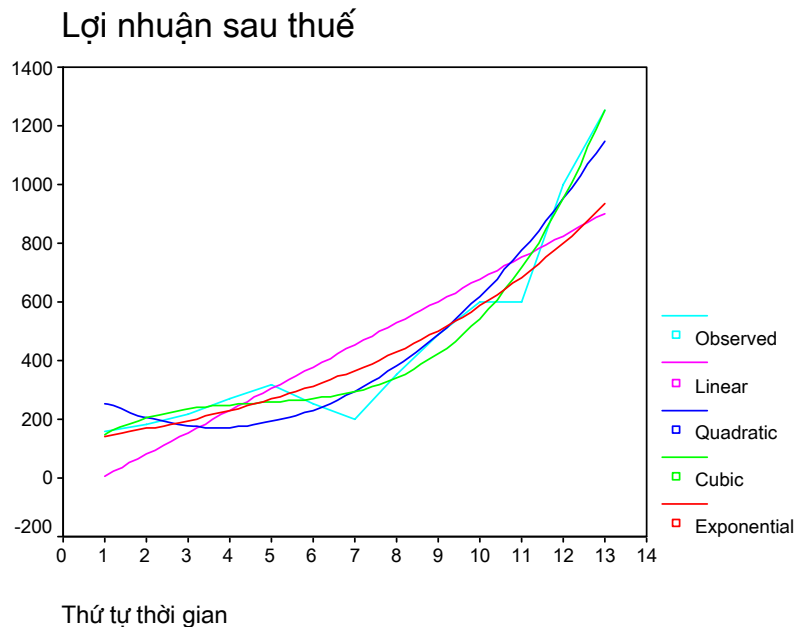
Curve Fit

MODEL: MOD_1.

Independent: Time

Dependent	Mth	Rsq	d.f.	F	Sigf	b0	b1	b2	b3
Y	LIN	.745	11	32.06	.000	-68.269	74.5330		
Y	QUA	.933	10	69.79	.000	327.622	-83.824	11.3112	
Y	CUB	.972	9	103.40	.000	59.3706	110.978	-22.220	1.5967
Y	EXP	.863	11	69.18	.000	123.168	.1559		

Hình 4.3 biểu diễn các đường xu thế theo 4 mô hình này được tạo lập bằng thủ tục *Curve Estimation* trên SPSS



Hình 4.3. Các đường xu thế mô tả biến động của dãy số tiền sử (từ SPSS)

4.1.2.3. Đo lường sai số dự báo và chọn lựa mô hình thích hợp nhất

Sai số dự báo của các mô hình được đo lường bằng ba chỉ tiêu là MAE, RMSE và MAPE. Kết quả trình bày trong bảng 4.3 cho thấy phương trình bậc ba có sai số dự báo thấp nhất, chứng tỏ nó là mô hình thích hợp nhất để dự báo lợi nhuận sau thuế so với ba mô hình còn lại

Bảng 4.3. Đo lường sai số dự báo của các mô hình

Chỉ tiêu	Các mô hình dự báo			
	Tuyến tính	Bậc hai	Bậc ba	Hàm mũ
MAE	139	67	42	83
RMSE	163	84	54	121
MAPE	41.3%	21.1%	12.1%	19.7%

Kết quả dự báo điểm bằng phương pháp ngoại suy giản đơn các mô hình xu thế khác nhau nêu trên được tóm tắt trong bảng 4.4. Kết quả dự báo này bao gồm hai giai đoạn: (i) dự báo hậu nghiệm cho hai năm 2005 và 2006 ; (ii) dự báo tiền nghiệm cho các năm từ 2007 đến 2011. Trong giai đoạn dự báo hậu nghiệm, tính phù hợp của các mô hình được kiểm tra thông qua việc so sánh các giá trị dự báo từ mô hình (\hat{y}_{2005} ; \hat{y}_{2006}) và các giá trị thực tế đã có trên dãy số tiền sử (y_{2005} ; y_{2006}). Kết quả so sánh cho thấy phương trình xu thế bậc ba cho phép đạt được kết quả dự báo rất sát với giá trị thực tế.⁵⁶

Bảng 4.4. Kết quả dự báo về lợi nhuận ròng của doanh nghiệp

⁵⁶ Khuôn khổ lý thuyết của các mô hình này, cách thức thực hành trên các phần mềm, cũng như những phân tích về chất lượng của các mô hình được trình bày chi tiết hơn trong Phụ lục 3.

Năm				ti	yi	Giá trị dự báo theo các mô hình			
						Tuyến tính	Bậc hai	Bậc ba	Hàm mũ
1992	Dãy số tiền sử (từ 1992 đến 2006)	Giai đoạn ước lượng	Dự báo trong mẫu (1992-2004)	1	160	6	255	150	144
1993				2	185	81	205	205	168
1994				3	220	155	178	235	197
1995				4	270	230	173	250	230
1996				5	320	304	191	258	269
1997				6	250	379	232	270	314
1998				7	200	453	295	295	367
1999				8	350	528	381	343	429
2000				9	490	603	489	422	501
2001				10	600	677	620	544	585
2002				11	600	752	774	717	684
2003				12	1000	826	951	951	800
2004				13	1250	901	1150	1255	934
2005	Giai đoạn dự báo	Ex-post	14	1600	975	1371	1639	1092	
2006			15	2100	1050	1615	2113	1276	
2007		Ex-ante (Dự báo tiên nghiệm)	16		1124	1882	2687	1491	
2008			17		1199	2171	3369	1743	
2009			18		1273	2484	4170	2037	
2010			19		1348	2818	5098	2381	
2011	20			1422	3176	6165	2782		

4.1.2.4. Hiệu chỉnh kết quả dự báo

Dựa trên những phân tích ở tiểu mục [4.1.2.2] và [4.1.2.3], mô hình dự báo bằng phương pháp ngoại suy giản đơn phương trình xu thế bậc ba được chúng ta lựa chọn để tiến hành dự báo lợi nhuận sau thuế trong các năm tương lai (từ 2007 đến 2011), nhằm làm cơ sở cho việc xác định dòng lưu kim lợi tức cổ phần kỳ vọng, phục vụ cho việc thẩm định giá của doanh nghiệp này theo mô hình chiết khấu cổ tức (DDM).

Tuy nhiên, kết quả dự báo điểm từ phương trình bậc ba nêu trên chỉ là kết quả dự báo định lượng. Kết quả này không nên được xem là điểm kết thúc, mà thực chất, chỉ mới là điểm khởi đầu của quá trình dự báo. Các thẩm định viên cần thu thập thêm thông tin về thực trạng và triển vọng của doanh nghiệp nói riêng, và cả ngành kinh doanh nói chung, kết hợp với sự hiểu biết sâu sắc tình hình thực tiễn và

sự nhạy bén của mình để có những điều chỉnh lợi nhuận dự báo các năm tương lai một cách thích hợp.

Nếu chúng ta mở rộng phân tích này cho các mục đích thẩm định giá khác (thí dụ như sử dụng biên thể DDM để thẩm định giá một công ty cổ phần đã niêm yết có quá trình chi trả cổ tức trong nhiều năm qua cho mục tiêu sáp nhập và hợp nhất), thì chúng ta vẫn có thể căn cứ vào số liệu lịch sử về cổ tức để dự báo trực tiếp dòng lưu kim lợi tức cổ phần trong tương lai của doanh nghiệp. Nói cách khác, quy trình dự báo theo mô hình dãy số thời gian đã nêu ở trên có thể được vận dụng trong trường hợp này một cách tương tự.

Mặt khác, nếu điều kiện cho phép thu thập được dữ liệu về lợi nhuận sau thuế theo quý, thì chúng ta có thể xem xét tính thời vụ trong biến động của dãy số lợi nhuận này, và tiến hành dự báo lợi nhuận các quý tương lai bằng các mô hình dự báo có xét đến biến động thời vụ của dãy số (chẳng hạn như mô hình cộng hoặc mô hình nhân), rồi từ đó ước tính được lợi nhuận cả năm trong các năm tương lai của doanh nghiệp. Cách làm này đặc biệt thích hợp đối với những doanh nghiệp chịu tác động đáng kể của nhiều yếu tố khác nhau, trong đó có yếu tố thời vụ, yếu tố chu kỳ, và yếu tố xu thế.

4.2. VẤN ĐỀ ƯỚC LƯỢNG TỶ SUẤT CHIẾT KHẤU

Nguyên tắc cơ bản là tỷ suất chiết khấu được sử dụng cho thẩm định giá phải phù hợp với mức độ rủi ro và dạng thức của dòng lưu kim kỳ vọng. Theo đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ được dùng để chiết khấu dòng lưu kim vốn chủ sở hữu (Cổ tức hoặc FCFE), và chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền sẽ được dùng để chiết khấu dòng lưu kim tự do của doanh nghiệp (FCFF). Đồng thời, trong các mô hình điều chỉnh rủi ro thông qua tỷ suất chiết khấu thì nhà đầu tư có quyền đòi hỏi tỷ suất chiết khấu cao hơn khi đầu tư vào những doanh nghiệp có mức độ rủi ro lớn hơn.

Ở Việt Nam, theo cách làm hiện hữu, ý tưởng nêu trên được thực tế hoá bằng cách cộng thêm một phần bù rủi ro nào đó vào tỷ lệ sinh lời phi rủi ro để có chi phí vốn chủ sở hữu, dùng cho việc chiết khấu dòng lưu kim cổ tức kỳ vọng. Phần bù rủi

ro này được lấy theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán quốc tế tại niên giám định giá, hoặc do đơn vị thực hiện thẩm định giá tự xác định.

Mặc dù việc dùng chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán quốc tế là cách làm tiện lợi, đơn giản, nhưng hẳn nó không phải là thước đo tốt cho mức độ rủi ro của các doanh nghiệp ở Việt Nam với những đặc thù khác nhau.

Nếu đơn vị thẩm định giá tự xác định phần bù rủi ro này thì khó khăn mà họ sẽ gặp phải là trong khi hầu hết các mô hình điều chỉnh lợi nhuận-rủi ro như CAPM hay APM đều đòi hỏi dữ liệu giá cổ phiếu của doanh nghiệp trong quá khứ để ước lượng tham số rủi ro Bê-ta (β), thì phần lớn các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam lại không có những dữ liệu như vậy, đơn giản vì chúng không phải là công ty cổ phần, hoặc là công ty cổ phần nhưng chưa được niêm yết.

Tình huống thiếu vắng dữ liệu lịch sử về giá cổ phiếu này không chỉ xảy ra đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở nước ta, mà cũng là khó khăn thường gặp khi thẩm định giá các doanh nghiệp tư nhân có quy mô nhỏ ở các quốc gia khác trên thế giới. Do vậy, cách thức giải quyết khó khăn này của họ có thể được các thẩm định viên nước ta tham khảo, nghiên cứu vận dụng trong tình huống thẩm định giá doanh nghiệp chưa niêm yết để cổ phần hoá bằng mô hình DDM.

Xuất phát từ thực tế là trong khi không có sẵn dữ liệu lịch sử về giá cổ phiếu, những dữ liệu về lợi nhuận của doanh nghiệp lại thường dễ thu thập hơn, Aswath Damodaran (2001) đã đề xuất sử dụng tỷ lệ % thay đổi của lợi nhuận doanh nghiệp thay cho tỷ lệ sinh lời của cổ phiếu trong các mô hình như CAPM hay APM để ước lượng bê-ta. Điều này có nghĩa là ta có thể ước lượng được tham số rủi ro bê-ta để tính chi phí vốn chủ sở hữu bằng cách hồi quy tỷ lệ % thay đổi của lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp (biến phụ thuộc) theo tỷ lệ % thay đổi trong thu nhập của danh mục thị trường (biến độc lập)⁵⁷

$$\% \Delta \text{Lợi nhuận}_{\text{Doanh nghiệp}} = a + b. \% \Delta \text{VN-index} \quad (4.1)$$

⁵⁷ Mặc dù VN-index có đại diện cho danh mục thị trường hay không vẫn còn là vấn đề gây nhiều tranh cãi, nhưng trên mục đích thực nghiệm, có thể sử dụng tỷ lệ % thay đổi của chỉ số VN-index để tiến hành hồi quy.

Độ dốc (b) trong phương trình (4.1) được gọi là hệ số bê-ta kế toán⁵⁸. Lúc này ta có thể sử dụng nó để ước tính chi phí vốn chủ sở hữu (K_e):

$$K_e = R_f + \beta_{\text{Kế toán}} (R_M - R_f) \quad (4.2)$$

Trong đó:

R_M : Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục thị trường

$\beta_{\text{Kế toán}}$: Hệ số Bê-ta kế toán của doanh nghiệp

R_f : Tỷ suất sinh lời phi rủi ro, lấy bằng lãi suất trả trước của trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn 5 năm ở thời điểm gần nhất với thời điểm thẩm định giá doanh nghiệp

Cách tiếp cận này có hai hạn chế lớn: (i) Các doanh nghiệp thường báo cáo lợi nhuận hằng năm, nếu thời gian hoạt động của doanh nghiệp chưa lâu thì rõ ràng dãy số tiền sử về lợi nhuận sẽ có ít quan sát và vì thế làm cho các phép kiểm định mô hình hồi quy trở nên kém tin cậy ; (ii) lợi nhuận kế toán chịu tác động rất lớn của những điều chỉnh trong phương pháp hạch toán tồn kho, khấu hao..., và có thể dẫn tới những sai lệch trong kết quả ước lượng bê-ta kế toán.

Mặc dù có một số hạn chế, nhưng dấu sao kết quả có được theo cách tiếp cận này cũng là một trong những cơ sở tham khảo để lựa chọn một giá trị chi phí vốn chủ sở hữu thích hợp nhất cho quá trình thẩm định giá doanh nghiệp của chúng ta.

Ví dụ minh họa cho gợi ý chính sách: Ước lượng hệ số bê-ta kế toán

Doanh nghiệp B đang được thẩm định giá theo mô hình DDM để tiến hành cổ phần hóa. Để vận dụng mô hình DDM, một trong những việc đầu tiên cần làm là ước tính chi phí vốn chủ sở hữu. Ví dụ này minh họa cách ước lượng hệ số bê-ta kế toán, một tham số quan trọng trong công thức tính chi phí vốn chủ sở hữu.

Dữ liệu của ví dụ này được trình bày trong bảng 4.5 (Trong đó số liệu về lợi nhuận sau thuế theo quý của doanh nghiệp được tác giả tự xây dựng cho mục đích

⁵⁸ Accounting Betas

minh hoạ ; Chỉ số VN-index bình quân hàng quý trong mấy năm gần đây được xử lý trên cơ sở dữ liệu thị trường khai thác từ trang thông tin điện tử của Công ty chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam⁵⁹).

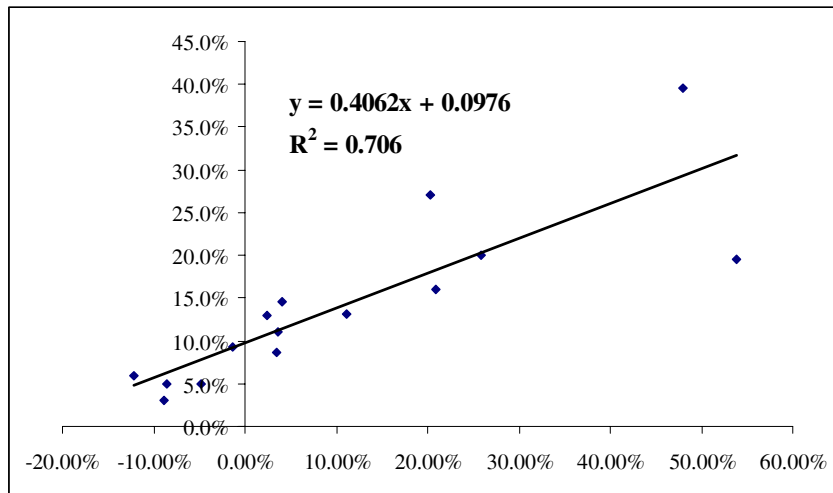
Bảng 4.5. Dữ liệu về lợi nhuận và VN-index theo quý

Năm	Quý	Lợi nhuận (triệu VNĐ)	VN-index (điểm)	%Lợi nhuận	%VN-index
2003	I	780	166.75		
	II	803	152.02	3.0%	-8.83%
	III	844	144.77	5.0%	-4.77%
	IV	936	150.05	11.0%	3.65%
2004	I	1119	230.86	19.5%	53.86%
	II	1267	256.67	13.2%	11.18%
	III	1330	234.59	5.0%	-8.60%
	IV	1454	231.32	9.3%	-1.40%
2005	I	1643	236.97	13.0%	2.44%
	II	1784	245.27	8.6%	3.51%
	III	2043	255.31	14.5%	4.09%
	IV	2369	308.57	16.0%	20.86%
2006	I	3009	371.09	27.0%	20.26%
	II	4198	549.32	39.5%	48.03%
	III	4450	482.56	6.0%	-12.15%
	IV	5340	607.40	20.0%	25.87%

Ta viết phương trình hồi quy tuyến tính, trong đó % Δ Lợi nhuận là biến phụ thuộc (y_t), còn % Δ VN-index là biến độc lập (x_t). Hình 4.4 cho thấy phương trình hồi quy tuyến tính có dạng: $\hat{y}_t = 0,0976 + 0,4062x_t$

Hệ số độ dốc = 0,4062 cho biết khi Chỉ số VN-index thay đổi (tăng hoặc giảm) 1% thì, một cách bình quân, lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ thay đổi (tăng hoặc giảm) 0,4062% tương ứng. Đây chính là hệ số Bê-ta kế toán của doanh nghiệp.

⁵⁹ Dữ liệu thị trường lấy trong tập tin *MarketData.dat* theo đường dẫn: <http://www.bsc.com.vn/>



Hình 4.4. Phương trình hồi quy giữa %ΔLợi nhuận và %ΔVN-index

Thủ tục hồi quy trên Excel cho ta kết quả chi tiết hơn trong hình 4.5

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.840265915
R Square	0.706046807
Adjusted R Square	0.683435023
Standard Error	0.054188582
Observations	15

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0.091688368	0.091688	31.22473	8.80266E-05
Residual	13	0.038173232	0.002936		
Total	14	0.1298616			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0.097612609	0.015949669	6.12004	3.66E-05	0.063155445	0.13207
X Variable 1	0.406223748	0.072696914	5.587909	8.8E-05	0.249171613	0.563276

Hình 4.5. Tóm tắt kết quả hồi quy giữa %ΔLợi nhuận và %ΔVN-index

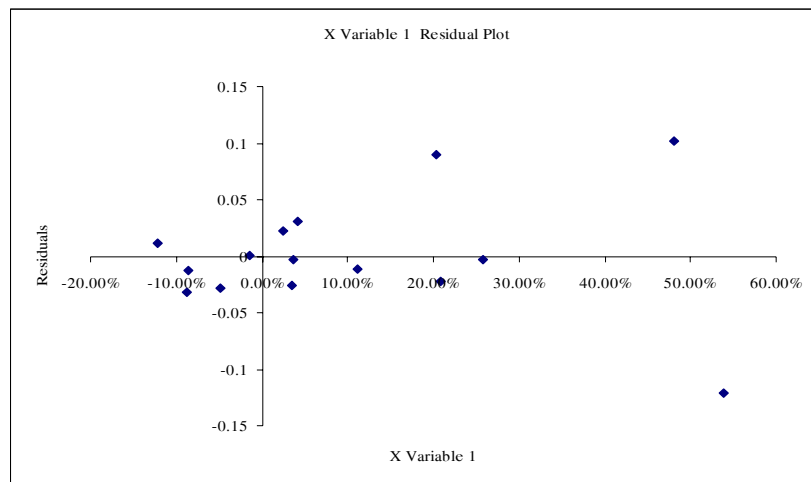
Ta thấy:

-Hệ số xác định $R^2 = 0,706$ cho biết mô hình hồi quy tuyến tính đơn biến vừa xây dựng có thể giải thích được 70,6% sự biến thiên của biến phụ thuộc. Còn lại

29,4% biến thiên của biến phụ thuộc chịu sự tác động của các biến độc lập khác không nằm trong mô hình.

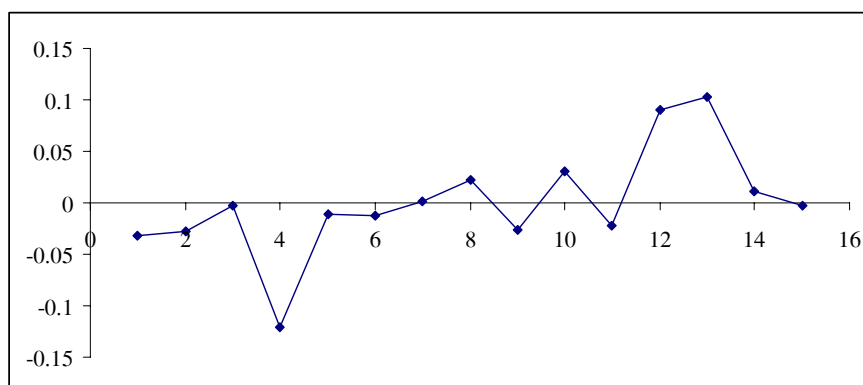
-Giá trị P-value cho bài toán kiểm định ý nghĩa toàn diện của mô hình - kiểm định F (Significance F = 8,80266E-05 = 0,000088) là rất nhỏ so với các mức ý nghĩa α thường dùng (5% hoặc 1%), chứng tỏ mô hình là có ý nghĩa thống kê. Vì trong mô hình này chỉ có một biến độc lập là (x_t), nên bài toán kiểm định F cũng tương đương với bài toán kiểm định t cho ý nghĩa hệ số độ dốc của phương trình.

-Ta kiểm tra tính đúng đắn của mô hình bằng cách vẽ đồ thị phần dư theo giá trị của biến độc lập trong mô hình. Hình 4.6 cho thấy các chấm dữ liệu trên đồ thị này phân tán xung quanh trục 0, và không thể hiện một hình dáng cụ thể nào của mối quan hệ giữa phần dư và giá trị của biến độc lập, nên có thể kết luận rằng mô hình đã xây dựng là phù hợp với dữ liệu.



Hình 4.6. Biểu đồ phần dư theo biến độc lập % Δ VN-index

-Đồ thị phần dư theo trật tự của dữ liệu (hình 4.7) không cho thấy một mẫu hình nào của mối quan hệ giữa các phần dư nên có thể kết luận rằng không tồn tại tự tương quan trong mô hình. Kiểm định chính thức Durbin-Watson cũng cho thấy trị thống kê $1 < D = 1,499 < 3$, nên một lần nữa khẳng định mô hình không tồn tại tự tương quan (Bảng 4.6)



Hình 4.7. Biểu đồ phần dư theo thời gian

Bảng 4.6. Kiểm định Durbin-Watson (từ SPSS)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.840 ^a	.706	.683	.054228	1.499

a. Predictors: (Constant), VNINDEX

b. Dependent Variable: LOINHUAN

Sau khi đã thực hiện các kiểm định cần thiết để đánh giá chất lượng của mô hình đã xây dựng⁶⁰, ta có thể sử dụng độ dốc của phương trình hồi quy này làm hệ số bê-ta kế toán trong công thức ước tính chi phí vốn chủ sở hữu.

Lãi suất trả trước của trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn 5 năm trở lên ở thời điểm gần nhất với thời điểm thẩm định giá doanh nghiệp được xác định là: 7,15%/năm⁶¹.

Từ dữ liệu ở bảng 4.5, tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục thị trường được ước lượng ở mức 9%

⁶⁰ Kiểm tra giả định phân phối chuẩn của phần dư và giả định phần dư có phương sai không đổi chưa được thực hiện trong ví dụ này.

⁶¹ Theo thông tin từ Thời báo kinh tế Việt Nam, lãi suất trúng thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm (trả trước) vào ngày 11/06/2007 là 7,15%. Thông tin này có tại: <http://chungkhoan24h.com/tin-tuc-24h/lai-suat-trai-phieu-chinh-phu-giam-dan-2.html>

$$R_M = \left(\sqrt[16-1]{\frac{607,4}{166,75}} - 1 \right) \times 100 \approx 9\% / \text{năm}$$

Lúc này chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính như sau:

$$K_e = R_f + \beta_{\text{Kế toán}} (R_M - R_f) = 7,15\% + 0,4062 \times (9\% - 7,15\%) \approx 7,9\%$$

4.3. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH KHÁC

Trên cơ sở những phân tích, đánh giá ở mục [3.2] và [3.3], một số kiến nghị chính sách khác được đề xuất như sau:

- Một là tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý cho hoạt động thẩm định giá, bao gồm việc ban hành nốt những tiêu chuẩn thẩm định giá còn lại. Cơ quan hoạch định chính sách cũng cần khẩn trương ban hành tiêu chuẩn về các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp, mà trong đó quy trình thẩm định giá doanh nghiệp theo các mô hình DCF phải được nhấn mạnh và soạn thảo kỹ lưỡng.
- Hai là các cơ quan chuyên môn⁶² nên nghiên cứu và xuất bản một cẩm nang về thẩm định giá doanh nghiệp làm sách gối đầu giường cho các thẩm định viên và những đối tượng quan tâm khác. Cẩm nang này cần tổng hợp được khuôn khổ lý thuyết và các mô hình thẩm định giá doanh nghiệp, cũng như những vấn đề liên quan đến khía cạnh kỹ thuật khi vận dụng các mô hình ấy vào điều kiện thực tiễn Việt Nam.

Thiên nghi đây là cách nhanh chóng và tiết kiệm hơn cả để từng bước nâng cao trình độ của đội ngũ thẩm định viên về giá, cũng như góp phần quan trọng vào việc phổ biến và ứng dụng rộng rãi các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta.

⁶² Có thể là Cục Tài chính doanh nghiệp, Cục quản lý giá, hoặc các trường đại học, các học viện trọng điểm có chuyên ngành Thẩm định giá. Mới đây, trong quý IV năm 2007, Cục quản lý giá-Bộ Tài chính đã ấn hành *Tài liệu bồi dưỡng kiến thức ngắn hạn chuyên ngành thẩm định giá*, áp dụng thống nhất cho các trường đào tạo kiến thức ngắn hạn chuyên ngành này trong toàn quốc. Đây là bước đi đầu tiên rất đáng ghi nhận trong những nỗ lực nhằm tạo lập một cẩm nang về thẩm định giá nói chung và thẩm định giá doanh nghiệp nói riêng.

- Ba là nâng cao chất lượng các tổ chức tư vấn thẩm định giá nội địa thông qua hoạt động đào tạo và tái đào tạo các thẩm định viên về giá (cả về phương diện chuyên môn nghiệp vụ lẫn đạo đức nghề nghiệp). Kiến nghị chính sách được đưa ra là các trường đại học trọng điểm thuộc khối kinh tế (như Đại học kinh tế TP. Hồ Chí Minh) và các trường đại học khác có chuyên ngành thẩm định giá (như Đại học bán công Marketing) cần hỗ trợ mạnh mẽ các trường đại học địa phương trong việc đào tạo đội ngũ giảng viên chuyên ngành thẩm định giá, cũng như chuyển giao công nghệ và giáo trình đào tạo cho các trường này.

Sự chi viện này sẽ giúp các trường đại học địa phương có đủ năng lực tham gia vào quá trình đào tạo và tái đào tạo nêu trên, góp phần giải quyết bài toán khát nhân lực có trình độ cao về chuyên ngành thẩm định giá hiện nay, và trong thời gian sắp tới.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Để trả lời cho câu hỏi nghiên cứu số [3] của đề tài, nội dung của chương này đề cập đến những gợi ý cải tiến cách làm hiện hữu, liên quan đến các khía cạnh kỹ thuật khi vận dụng biến thể DDM của mô hình DCF trong thẩm định giá doanh nghiệp, đó là:

Thứ nhất, để cải tiến cách dự báo lợi nhuận sau thuế như quy định hiện nay, đề xuất được đưa ra là sử dụng các phương pháp dự báo giản đơn dựa trên mô hình dãy số thời gian. Ví dụ minh họa cho gợi ý chính sách này chỉ ra các khía cạnh kỹ thuật khi sử dụng phương pháp dự báo bằng ngoại suy giản đơn bốn phương trình xu thế để dự báo lợi nhuận sau thuế các năm tương lai, làm cơ sở cho việc ước lượng dòng lưu kim cổ tức kỳ vọng của doanh nghiệp.

Thứ hai, để cải tiến cách ước tính chi phí vốn chủ sở hữu như quy định hiện nay, đề xuất được đưa ra là vận dụng phương pháp ước tính hệ số bê-ta kế toán trong điều kiện không có dữ liệu lịch sử về giá cổ phiếu. Ví dụ minh họa cho gợi ý chính sách đã chỉ ra cách thức làm thế nào để thực hiện cải tiến này trong thực tế.

Mặc dù những đề xuất nêu trên được đưa ra trên cơ sở phân tích và theo đuổi việc cải tiến quy trình thẩm định giá doanh nghiệp theo mô hình DDM, phục vụ cho mục tiêu cổ phần hoá, không có gì cản trở chúng ta mở rộng phân tích của mình trong một bối cảnh rộng rãi hơn, để có thể sử dụng một cách thích hợp mô hình này phục vụ cho các mục tiêu thẩm định giá doanh nghiệp đa dạng khác.

LỜI KẾT LUẬN

Ở Việt Nam, thẩm định giá doanh nghiệp là một lĩnh vực khá mới mẻ, nhưng đóng vai trò ngày càng quan trọng trong đời sống kinh tế quốc gia, đặc biệt

là khi nền kinh tế đó đang trong quá trình chuyển đổi và hội nhập quốc tế. Nhận thức rằng, tính đến thời điểm hiện tại, vẫn còn một số vấn đề về lý luận và thực tiễn liên quan đến công tác thẩm định giá nói chung và mô hình DCF nói riêng chưa được làm sáng tỏ, tác giả kỳ vọng nội dung nghiên cứu của đề tài sẽ góp một phần nhỏ bé vào những nỗ lực thúc đẩy việc áp dụng rộng rãi và có hiệu quả các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp trong điều kiện cụ thể ở nước ta.

Trên cơ sở khái quát hoá khuôn khổ lý thuyết về thẩm định giá doanh nghiệp và mô hình DCF, tác giả đã cố gắng đối chiếu, phân tích và đánh giá thực trạng vận dụng mô hình DCF trong công tác thẩm định giá doanh nghiệp phục vụ cho cổ phần hoá ở Việt Nam thời gian qua, và chỉ ra một số vấn đề tồn tại cần được quan tâm khắc phục nhằm nâng cao chất lượng của công tác này trong thời gian tới.

Đề tài cũng tập trung làm rõ các gợi ý chính sách liên quan đến việc cải tiến hai khía cạnh kỹ thuật khi vận dụng biến thể DDM trong thẩm định giá doanh nghiệp ở nước ta, đó là: (i) vấn đề dự báo dòng lưu kim lợi tức cổ phần kỳ vọng ; và (ii) vấn đề ước lượng chi phí vốn chủ sở hữu. Một số ví dụ đã được xây dựng để minh hoạ cho các gợi ý chính sách, cũng như góp phần gia tăng tính thuyết phục của các gợi ý chính sách này.

Bên cạnh những đóng góp nêu trên, vì nhiều lý do, đề tài nghiên cứu này cũng không tránh khỏi những hạn chế nhất định, có thể được chỉ ra sau đây:

Một là các đặc thù liên quan đến tính thanh khoản kém, khả năng đa dạng hoá đầu tư và phân tán rủi ro thấp của các doanh nghiệp Việt Nam tác động đến giá trị doanh nghiệp như thế nào vẫn chưa được làm sáng tỏ. Việc làm thế nào để ước lượng và phản ánh những tác động này vào giá trị doanh nghiệp cũng vẫn chưa được nghiên cứu đến.

Hai là việc tổng hợp cơ sở lý thuyết về thẩm định giá doanh nghiệp chỉ dừng lại ở mức độ khái lược, và chưa bao quát được nhóm các phương pháp thẩm định giá dựa vào quyền chọn thực. Những vấn đề liên quan đến việc ước lượng các dòng

lưu kim tự do (FCFE và FCFF) trong mô hình DCF vẫn chưa được đề cập đến một cách thấu đáo.

Ba là quy trình dự báo bằng mô hình nhân hoặc mô hình cộng áp dụng cho các doanh nghiệp chịu sự tác động của yếu tố mùa vụ chỉ mới dừng lại ở ý tưởng chính sách, mà chưa được triển khai thành ví dụ minh họa chính sách rõ ràng.

Bốn là liệu có thể sử dụng cách thức nào khác, ngoài phương pháp tính toán theo hướng dẫn hiện hành của cơ quan hoạch định chính sách, để ước lượng tốc độ tăng trưởng lợi tức cổ phần kỳ vọng (g) trong mô hình DDM hay không vẫn là một câu hỏi còn bỏ ngỏ.

Năm là mặc dù việc sử dụng số liệu tự xây dựng để minh họa cho các gợi ý chính sách là một cách làm phổ biến và được chấp nhận rộng rãi, nhưng rõ ràng việc không tìm kiếm đủ dữ liệu thực tế đảm bảo sự chuẩn mực cho mục đích minh họa đã làm giảm tính thuyết phục của các gợi ý chính sách của đề tài.

Cuối cùng, do ràng buộc về thời gian và năng lực nghiên cứu, cũng như sự hạn chế trong khả năng tiếp cận và khai thác số liệu, đề tài chỉ mới dừng lại ở mức độ nhận diện vấn đề và đưa ra các đề xuất cải tiến đơn lẻ, mà chưa thực hiện được quá trình kiểm nghiệm các đề xuất này, thông qua việc ứng dụng chúng trong một tình huống thẩm định giá doanh nghiệp cụ thể. Đây có lẽ là hạn chế lớn nhất của đề tài, đòi hỏi tác giả phải đầu tư nhiều thời gian và nỗ lực hơn nữa để bổ khuyết và hoàn thiện luận văn này trong thời gian tới.

Tác giả tin rằng những hạn chế vừa nêu của đề tài này có thể trở thành xuất phát điểm cho những đề tài tiếp theo, nhằm nghiên cứu một cách sâu sắc, toàn diện hơn phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp dựa vào mô hình DCF và các biến thể của nó, góp phần vào những nỗ lực chung của cộng đồng trong việc hoàn thiện một quy trình thẩm định giá doanh nghiệp theo mô hình DCF, phù hợp với điều kiện thực tiễn nước ta.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ

[1] Bài giảng *Quản trị tài chính doanh nghiệp* (2003). [Giấy chấp nhận đăng ký kế hoạch xuất bản số : 53-104/XB-QLXB ngày 30-01-2002. Giấy trích ngang kế hoạch xuất bản do NXB Thống Kê cấp ngày 12-09-2002. In xong và nộp lưu chiểu tháng 01-2003].

[2] Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường : *Ứng dụng các hàm tài chính của phần mềm bảng tính Excel trong giảng dạy môn Quản trị tài chính doanh nghiệp*. [Chủ nhiệm, nghiệm thu năm 2002].

[3] Đề tài nghiên cứu khoa học cấp bộ : *Nghiên cứu lợi thế so sánh để xây dựng sản phẩm mới cho ngành du lịch Đà Lạt – Lâm Đồng*. [Thành viên nghiên cứu, nghiệm thu năm 2004].

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

- [1] Vũ Thành Tự Anh (2005), “Cổ phần hoá ở Việt Nam, khúc dạo đầu của cuộc trường chinh”, *Tạp chí Tia Sáng*, số ra tháng 05.2005.
- [2] Bộ Tài chính (2004), “Thông tư số 146/2007/TT-BTC ngày 06.12.2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện Nghị định số 109/2007/NĐ-CP ngày 26/06/2007 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần”, *Trang tin điện tử Chính phủ nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam*, http://www.chinhphu.vn/portal/page?_pageid=33,638900&_dad=portal&_schema=PORTAL&docid=53555, truy cập ngày 15.01.2008.
- [3] Chính phủ (2007), “Nghị định số 109/2007/NĐ-CP ngày 26.06.2007 của Chính phủ về việc chuyển doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước thành công ty cổ phần”, *Trang tin điện tử Chính phủ nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam*, http://www.chinhphu.vn/portal/page?_pageid=33,638900&_dad=portal&_schema=PORTAL&docid=29319, truy cập ngày 20.09.2007.
- [4] Cục quản lý giá-Bộ Tài chính (2007), *Tài liệu bồi dưỡng kiến thức ngắn hạn chuyên ngành thẩm định giá* (quyển một), NXB Hà Nội, TP. Hà Nội.
- [5] Nguyễn Trọng Hoài (2001), *Mô hình hoá và dự báo chuỗi thời gian trong kinh doanh và kinh tế*, NXB Đại học quốc gia, TP. Hồ Chí Minh.
- [6] Phạm Thị Ngọc Mỹ (2005), “Các phương pháp ước tính giá trị doanh nghiệp theo Nghị định 187-điều kiện và khả năng áp dụng”, *Tạp chí kinh tế phát triển*, số ra tháng 06.2005.
- [7] Hoàng Ngọc Nhậm (2004), *Bài giảng Phân tích dữ liệu và dự báo thống kê*, Tài liệu lưu hành nội bộ dùng cho học viên cao học, Đại học kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- [8] Vương Đức Hoàng Quân và Nguyễn Thị Thiên Quyên (2004), “Một số bất cập của các phương pháp định giá doanh nghiệp hiện nay”, *Tạp chí kinh tế phát triển*, số ra tháng 07.2004.
- [9] Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2007), *Thống kê ứng dụng trong kinh tế xã hội*, NXB Thống kê, TP. Hồ Chí Minh.

[10] Nguyễn Xuân Thành và Kim Chi (2007), *Damodaran viết về định giá - Tóm tắt chương 3,4,5 và 6*, bản dịch tiếng Việt, học liệu của Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright-Việt Nam.

[11] Ủy ban thường vụ Quốc hội khoá XI (2006), “Báo cáo số 557/UBTVQH11 ngày 13.10.2006 về kết quả giám sát việc thực hiện cổ phần hoá DNNN”, *Trang tin điện tử Quốc hội Việt Nam*, <http://www.na.gov.vn/htx/Vietnamese/C1396/C1425/C1426/default.asp?Newid=498>, truy cập ngày 18.09.2007.

[12] Ủy ban tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế (2006), *Tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế 2005* (bản dịch tiếng Việt của Phạm Thị Ngọc Mỹ và các giảng viên Khoa Thẩm định giá, Trường Đại học BC Marketing), NXB Tài chính, TP. Hồ Chí Minh.

TÀI LIỆU TIẾNG NƯỚC NGOÀI

[13] Aswath Damodaran (2002), “Estimating inputs for valuation”, *Damodaran online*, <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/dcfinput.pdf>, truy cập ngày 10.08.2007.

[14] Aswath Damodaran (2001), “Valuing private firms”, *Damodaran online*, <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/pvtfirmval.pdf>, truy cập 10.08.2007.

[15] Aswath Damodaran (2006), “Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence”, *Damodaran online*, <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>, truy cập ngày 11.08.2007.

[16] Pablo Fernández (2004), “Company valuation methods - The most common errors in valuations”, *SSRN-Social Science Research Network*, http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=12696, truy cập ngày 05.07.2007.

[17] Pablo Fernández (2001), “Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?”, *SSRN-Social Science Research Network*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274972, truy cập ngày 07.07.2007.

[18] Michael J. Mauboussin (2006), “Common errors in DCF models - Do you use economically sound and transparent models?”, <http://www.lmcm.com/pdf/CommonErrors.pdf>, truy cập ngày 10.08.2007.

PHỤ LỤC 1

MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH GORDON TRONG ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Thông thường việc đầu tư vào cổ phiếu được xem là đầu tư dài hạn nên nếu đứng trên quan điểm này thì rõ ràng việc nhà đầu tư mua cổ phiếu của một công ty nào đó đã thể hiện khả năng gắn bó lâu dài của ông ta với sự nghiệp của công ty, và niềm kỳ vọng được hưởng lợi từ sự kinh doanh thành công của công ty, thông qua số cổ tức được chia hằng năm và sự gia tăng của giá trị thị trường của vốn cổ phần.

Trên lý thuyết thì chừng nào công ty còn tồn tại, chừng đó các cổ đông vẫn tiếp tục được hưởng lợi tức cổ phần. Bởi vậy cho nên nếu xét trong hoàn cảnh công ty không bị phá sản thì các khoản lợi tức cổ phần hằng năm đã tạo thành một dòng lưu kim vô hạn.

Như thế theo quan điểm này, giá trị của cổ phiếu ở thời điểm hiện nay chính là hiện giá của tất cả các khoản lợi tức cổ phần kỳ vọng trong tương lai của nó.

P_0 là giá trị của cổ phiếu ở thời điểm hiện nay (thời điểm lượng giá)

k là lãi suất chiết khấu

Xét về nguồn gốc, sự gia tăng lợi tức cổ phần hằng năm xuất phát từ việc một phần lợi nhuận của năm trước được giữ lại và tái đầu tư để tạo ra nhiều lợi nhuận hơn cho năm sau. Gọi :

ROE là tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần (Return on Equity)

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận thuần}}{\text{Giá trị kế toán của toàn bộ vốn cổ phần thường}}$$

R_p là tỷ lệ chi trả cổ tức (Payout ratio)

=> $(1 - R_p)$ là tỷ lệ (lợi nhuận) giữ lại để tái đầu tư (plowback ratio)

g tỷ suất tăng trưởng lợi tức cổ phần (Dividend growth rate)

Ta có : $g = ROE(1 - R_p)$

PHỤ LỤC 2**TRÍCH MINH HOẠ SỐ 1 VÀ SỐ 2 CỦA PHỤ LỤC SỐ 2,
BAN HÀNH THEO THÔNG TƯ SỐ 126/2004/TT-BTC
NGÀY 24.12.2004 CỦA BỘ TÀI CHÍNH**

Thông tư số 126/2004/TT-BTC ngày 24.12.2004, Thông tư số 95/2006/TT-BTC ngày 12.10.2006 và các văn bản khác của Bộ Tài chính hướng dẫn Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16.11.2004 của Chính phủ về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần hiện đã hết hiệu lực thi hành, và được thay thế bởi **Thông tư số 146/2007/TT-BTC** ngày 06.12.2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện Nghị định số 109/2007/NĐ-CP ngày 26.06.2007 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần.

Phụ lục số 3 của Thông tư số 146 có hướng dẫn mẫu “Biên bản xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp DCF” tương tự như mẫu quy định trong Phụ lục số 5 của Thông tư số 126. Các hướng dẫn này đều quy định đơn vị thực hiện thẩm định giá doanh nghiệp phải giải trình các số liệu dùng cho việc tính toán giá trị doanh nghiệp, trong đó phải chỉ rõ đã sử dụng tốc độ tăng trưởng bình quân ổn định của chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế của các năm quá khứ là bao nhiêu % để áp dụng cho các năm tương lai. Đối với doanh nghiệp đã xây dựng kế hoạch của 3-5 năm tương lai có tính khả thi thì sử dụng chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế các năm tương lai của doanh nghiệp.

Các biểu mẫu hướng dẫn tính toán giá trị phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp ở Phụ lục số 3a và 3b kèm theo Thông tư 146 cũng tương tự như các biểu mẫu hướng dẫn ở Phụ lục số 5a và 5b kèm theo Thông tư 126, nghĩa là quy định cùng một cách thức dự báo dòng lưu kim lợi nhuận sau thuế và ước tính tỷ suất chiết khấu như nhau, ngoại trừ sự thay đổi về lãi suất trái phiếu chính phủ dùng làm lãi suất phi rủi ro.

Do vậy, nếu đối chiếu các hướng dẫn của Thông tư 146 với nội dung của các ví dụ minh họa thẩm định giá doanh nghiệp theo phương pháp DCF nêu trong Phụ lục số 2 kèm theo Thông tư 126, chúng ta thấy rằng các ví dụ này là hoàn toàn thích hợp để sử dụng cho quá trình phân tích quan điểm của cơ quan hoạch chính sách trong việc dự báo dòng lưu kim lợi nhuận sau thuế và ước tính tỷ suất chiết khấu của mô hình DCF.

Ví dụ 1

Xác định giá trị thực tế vốn Nhà nước của Công ty A thời điểm 31/12/2000

Với số liệu tài chính của Công ty từ năm 1996-2000 như sau:

Đơn vị tính: Triệu đồng

Năm	1996	1997	1998	1999	2000
Lợi nhuận sau thuế	160	275	236	177	292
Vốn Nhà nước (không bao gồm số dư Quỹ khen thưởng, phúc lợi)	790	998	1110	1329	1337

1. Dự toán lợi nhuận sau thuế của 4 năm tương lai:

* Tính tỷ lệ tăng trưởng bình quân ổn định lợi nhuận sau thuế trong quá khứ (từ 1996-2000):

$$292 = 160 (1+T)^4 \longrightarrow T = 16,2\%$$

$$P \text{ sau thuế năm } 2001 = P \text{ sau thuế năm } 2000 \times 116,2\% = 292 \times 116,2\% = 339\text{tr}$$

(Thường thì P sau thuế của năm kế tiếp năm xác định giá trị doanh nghiệp lấy theo số ước của doanh nghiệp)

Tương tự xác định của các năm tiếp theo:

$$P \text{ sau thuế } 2002 = 394\text{tr}$$

$$P \text{ sau thuế } 2003 = 458\text{tr}$$

$$P \text{ sau thuế } 2004 = 532\text{tr}$$

(Dự kiến việc phân phối P 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)

2. Ước tính khoản lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức (dự kiến là 50%):

Chỉ tiêu này phụ thuộc vào quy chế tài chính và hạch toán kinh doanh đối với doanh nghiệp ngoài quốc doanh

$$D1 = 50\% \times P_{\text{sau thuế 2001}} = 50\% \times 339 = 170 \text{tr}$$

$$D2 = 50\% \times P_{\text{sau thuế 2002}} = 197 \text{tr}$$

$$D3 = 50\% \times P_{\text{sau thuế 2003}} = 229 \text{tr}$$

$$D4 = 50\% \times P_{\text{sau thuế 2004}} = 266 \text{tr}$$

3. Dự kiến vốn Nhà nước 4 năm tương lai (2001-2004)

$$\text{Năm 2001} = \text{Vốn Nhà nước năm 2000} + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm 2001} = 1439 \text{tr}$$

$$\text{Năm 2002} = \text{Vốn Nhà nước năm 2001} + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm 2002} = 1557 \text{tr}$$

$$\text{Năm 2003} = \text{Vốn Nhà nước năm 2002} + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm 2003} = 1694 \text{tr}$$

$$\text{Năm 2004} = \text{Vốn Nhà nước năm 2003} + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm 2004} = 1853 \text{tr}$$

4. Xác định tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước bình quân (2001-2004):

$$R = (R1 + R2 + R3 + R4) / 4$$

$$R1: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2001} = 339 / 1439 = 0,235$$

$$R2: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2002} = 394 / 1577 = 0,25$$

$$R3: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2003} = 458 / 1694 = 0,27$$

$$R4: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm 2004} = 532 / 1853 = 0,287$$

$$R = 0,26$$

5. Xác định Chỉ số g (tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của cổ tức):

$$g = b \times R$$

b: tỷ lệ lợi nhuận sau thuế dùng để bổ sung vốn.

Trường hợp này b được xác định = 30% lợi nhuận sau thuế

$$g = 30\% \times 0,26 = 0,078$$

6. Xác định tỷ lệ chiết khấu (hay tỷ lệ hoàn vốn cần thiết):

$$K = R_f + R_p = 8,3\% + 9,61\% = 17,91\%$$

R_f : lãi suất trái phiếu Chính phủ thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp = 8,3%

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

7. Ước tính giá trị vốn Nhà nước năm trong tương lai thứ 3 (n=3)

$$P_{2003} = \frac{D_{2004}}{K - g} = \frac{266}{0,1791 - 0,078} = \frac{266}{0,1011} = 2.631 \text{ trđ}$$

8. Tính giá trị vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá (31/12/2000):

$$\begin{aligned} \text{Giá trị thực tế} &= \left[\frac{170}{(1 + 0,1791)^1} + \frac{197}{(1 + 0,1791)^2} + \frac{229}{(1 + 0,1791)^3} \right] + \frac{2631}{(1 + 0,1791)^3} \\ &= (144 + 141 + 139) + 1604 = 2028 \text{ tr} \end{aligned}$$

Như vậy giá trị thực tế vốn Nhà nước của Công ty A tại thời điểm xác định là 2028 triệu đồng.

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

Ví dụ 2

Xác định giá trị thực vốn Nhà nước của Công ty B thời điểm 31/12/2000

Số liệu quá khứ của Công ty từ năm 1996-2000 như sau:

Đơn vị: triệu đồng

Năm	1996	1997	1998	1999	2000
Lợi nhuận sau thuế	452	498	578	570	623
Vốn Nhà nước (không bao gồm số dư Quỹ khen thưởng, phúc lợi)	4500	4605	4809	5448	5734

Công ty xây dựng kế hoạch chi tiêu lợi nhuận sau thuế 4 năm tương lai như sau:

Năm	2001	2002	2003	2004
Lợi nhuận sau thuế	800	1100	1500	2000

Số liệu này phải được Công ty chứng minh là khả thi.

(Dự kiến việc phân phối P 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)

1. Khoản lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức (dự kiến là 50% lợi nhuận sau thuế):

$$D1 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2001 = 50\% \times 800 = 400\text{tr}$$

$$D2 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2002 = 50\% \times 1100 = 550\text{tr}$$

$$D3 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2003 = 50\% \times 1500 = 750\text{tr}$$

$$D4 = 50\% \times P \text{ sau thuế } 2004 = 50\% \times 2000 = 1000\text{tr}$$

2. Dự kiến vốn Nhà nước 4 năm tương lai (2001-2004)

$$\text{Năm } 2001 = \text{Vốn Nhà nước năm } 2000 + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm } 2001 = 5974\text{tr}$$

$$\text{Năm } 2002 = \text{Vốn Nhà nước năm } 2001 + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm } 2002 = 6304\text{tr}$$

$$\text{Năm } 2003 = \text{Vốn Nhà nước năm } 2002 + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm } 2003 = 6754\text{tr}$$

$$\text{Năm } 2004 = \text{Vốn Nhà nước năm } 2003 + 30\% \text{ lợi nhuận sau thuế năm } 2004 = 7354\text{tr}$$

3. Xác định tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước bình quân (2001-2004):

$$R = (R1 + R2 + R3 + R4) / 4$$

$$R1: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm } 2001 = 800 / 5974 = 0,134$$

$$R2: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm } 2002 = 1100 / 6304 = 0,174$$

$$R3: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm } 2003 = 1500 / 6754 = 0,222$$

$$R4: \text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn Nhà nước năm } 2004 = 2000 / 7354 = 0,272$$

$$R = 0,20$$

4. Xác định Chỉ số g (tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của cổ tức):

$$g = b \times R$$

b: tỷ lệ lợi nhuận sau thuế dùng để bổ sung vốn.

Trường hợp này b được xác định = 30% lợi nhuận sau thuế

$$g = 30\% \times 0,2 = 0,6$$

5. Xác định tỷ lệ chiết khấu (hay tỷ lệ hoàn vốn cần thiết)

$$K = R_f + R_p = 8,3\% + 9,61\% = 17,91\%$$

R_f : Lãi suất trái phiếu Chính phủ thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp = 8,3%

R_p : = 9,61% (Giả định theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán trên thế giới tại Niên giám định giá 1999, Ibbotson Associates, Inc)

6. Ước tính giá trị vốn Nhà nước năm trong tương lai thứ 3 (n=3)

$$P_{2003} = \frac{D_{2004}}{K - g} = \frac{1000}{0,1791 - 0,06} = \frac{1000}{0,1191} = 8396 \text{trđ}$$

7. Tính giá trị vốn Nhà nước tại thời điểm xác định giá (31/12/2000):

$$\begin{aligned} \text{Giá trị DCF} &= \left[\frac{400}{(1 + 0,1791)^1} + \frac{550}{(1 + 0,1791)^2} + \frac{750}{(1 + 0,1791)^3} \right] + \frac{8396}{(1 + 0,1791)^3} \\ &= (339 + 395 + 457) + 5121 = 6312 \text{ tr} \end{aligned}$$

Như vậy giá trị thực tế vốn Nhà nước của Công ty B tại thời điểm xác định là 6312 triệu đồng.

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

PHỤ LỤC 3

TỔNG QUAN VỀ DỰ BÁO THEO MÔ HÌNH DÃY SỐ THỜI GIAN VÀ VÍ DỤ MINH HOẠ CHO GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Trên cơ sở khái quát một số vấn đề căn bản liên quan đến công tác dự báo thống kê, phụ lục này trình bày chi tiết quy trình dự báo lợi nhuận sau thuế trong các năm tương lai, để từ đó ước tính dòng lưu kim cổ tức kỳ vọng, phục vụ cho mục đích thẩm định giá doanh nghiệp theo mô hình DDM.

Số liệu trong các ví dụ được tác giả tự xây dựng và mang tính minh họa cho các gợi ý chính sách được đề xuất trong tiểu mục [4.1.1] thuộc chương 4. Phụ lục này cũng có thể được các nhà hoạch định chính sách nghiên cứu sử dụng như là một bộ phận ví dụ minh họa cho quy trình thẩm định giá doanh nghiệp theo mô hình DCF nói chung, và biến thể DDM nói riêng.

3.1. TỔNG QUAN VỀ DỰ BÁO THEO MÔ HÌNH DÃY SỐ THỜI GIAN⁶³

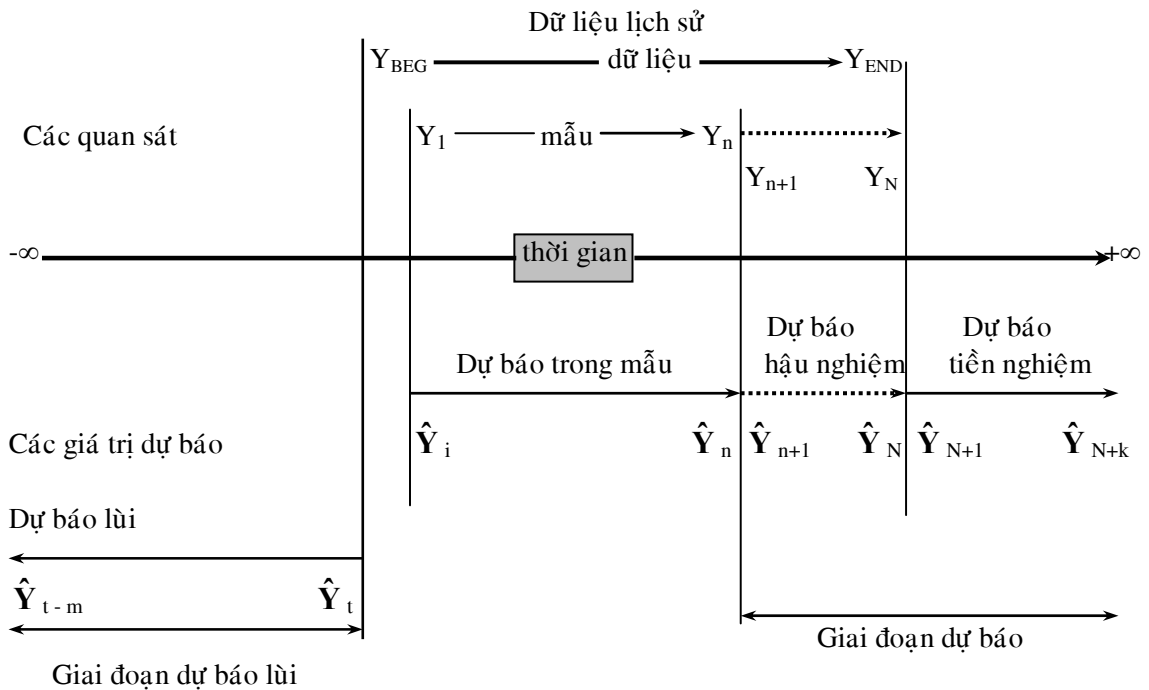
3.1.1. Phương pháp luận cho dự báo theo mô hình dãy số thời gian

Dự báo là tiên đoán những hiện tượng tương lai, đó chính là quá trình nghiên cứu các đối tượng kinh tế trong quá khứ và hiện tại.

Dự báo theo mô hình dãy số thời gian là một phương pháp thống kê được sử dụng để lượng hoá mức độ sẽ xảy ra trong tương lai của hiện tượng nghiên cứu, trên cơ sở phân tích thực trạng biến động và tính quy luật phát triển theo thời gian của hiện tượng đó.

Để xây dựng một mô hình dự báo theo dãy số thời gian, nhà nghiên cứu cần thu thập số liệu lịch sử về vấn đề cần dự báo. Đường thời gian biểu diễn các giai đoạn dự báo như hình 3.1

⁶³ Phần này được tổng hợp từ tài liệu thứ [5] ; [7] ; và [9] thuộc danh mục tài liệu tham khảo



Hình 3.1. Đường thời gian cho dự báo

Nguồn: Gaynor & Kirkpatrick (1994), trích trong Nguyễn Trọng Hoài (2001) [5]

- Dữ liệu lịch sử được cung cấp từ Y_{BEG} đến Y_{END} . Y_{BEG} là quan sát đầu tiên ; Y_{END} là quan sát mới nhất của chuỗi thời gian thu thập được.
- Mẫu gồm các giá trị quan sát từ Y_1 đến Y_n . Đó là những quan sát mà chúng ta sẽ sử dụng để xây dựng mô hình dự báo. Y_1 và Y_{BEG} không nhất thiết phải trùng nhau. Mẫu quan sát kết thúc với quan sát Y_n . Tuy nhiên ta có thể kéo dài mẫu quan sát tới $Y_n = Y_{END}$ nhưng ta nên tách các quan sát này ra khỏi mẫu và sử dụng chúng để kiểm tra độ chính xác của mô hình dự báo.
- Tương ứng với các giá trị thực tế quan sát $Y_1 \dots Y_n$ là các giá trị dự báo $\hat{Y}_1 \dots \hat{Y}_n$. Các giá trị này được tính theo mô hình dự báo.
- Giai đoạn dự báo được chia thành dự báo hậu nghiệm và tiên nghiệm:
 - Dự báo hậu nghiệm là các giá trị $\hat{Y}_{n+1} \dots \hat{Y}_N$. Đặc trưng quan trọng của dự báo hậu nghiệm là đã có các giá trị quan sát thực tế của đối tượng dự

báo, đó là các giá trị: $Y_{n+1} \dots Y_N$. Dự báo hậu nghiệm cho phép nhà nghiên cứu đánh giá được mức độ chính xác của mô hình dự báo

-Dự báo tiền nghiệm là các giá trị $\hat{Y}_{N+1} \dots \hat{Y}_{N+k}$ tính theo mô hình dự báo. Do không có giá trị thực tế của đối tượng dự báo nên không xác định được độ chính xác của những dự báo tiền nghiệm.

- Chúng ta cũng có thể tiến hành dự báo lùi (backcast) cho những thời kỳ trước của Y_{BEG} . Dự báo lùi nhằm tạo ra các giá trị bổ sung cho dãy số tiền sử trong quá trình phân tích.

3.1.2. Qui trình dự báo thống kê

Qui trình dự báo thống kê nói chung, dự báo theo mô hình dãy số thời gian nói riêng, được thực hiện tuần tự theo các bước sau đây

Bước 1: Phân tích tiền dự báo. Trong bước này ta cần định dạng mô hình biểu diễn sự biến động của hiện tượng nghiên cứu. Thông thường, ta có thể dùng đồ thị để miêu tả sự biến động của hiện tượng qua thời gian, không gian nhằm mô phỏng dáng điệu, chiều hướng biến động của đối tượng dự báo.

Bước 2: Ước lượng các tham số để định lượng hàm xu thế, hoặc phương trình tương quan. Phương pháp bình phương nhỏ nhất thường được sử dụng để ước lượng các tham số này.

Bước 3: Xác định mô hình dự báo (hay hàm dự báo) dựa trên hàm xu thế, hoặc hàm kinh tế.

Bước 4: Kiểm định và lựa chọn phương án dự báo. Tiêu chuẩn dùng để lựa chọn là sai số chuẩn hay sai số ngẫu nhiên. Phương án nào có sai số chuẩn hay sai số ngẫu nhiên nhỏ hơn thì phương án đó khả thi hơn. Đồng thời, ta tính hệ số xác định, hệ số tương quan của các phương trình hồi qui. Mô hình có hệ số xác định lớn hơn sẽ khả thi hơn.

Bước 5: Phân tích hậu dự báo. Sau khi lựa chọn mức độ dự báo khả thi (hoặc phương án dự báo tốt nhất) phải theo dõi quá trình biến động của đối tượng hoặc

tham khảo thêm ý kiến của các chuyên gia trong từng lĩnh vực để điều chỉnh, xử lý kịp thời trong từng điều kiện cụ thể.

3.1.3. Đo lường độ chính xác của dự báo

Sai số dự báo (hay phân dư, nhiễu) là thước đo phản ánh giá trị dự báo sẽ gần với giá trị thực tế như thế nào. Nó là chênh lệch giữa giá trị dự báo và giá trị thực tế tương ứng:

$$e_i = y_i - \hat{y}_i \quad (3.1)$$

Một mô hình dự báo được đánh giá là tốt khi nó có sai số dự báo nhỏ và dao động của sai số dự báo không theo một chiều hướng nào cả. Dưới đây là một số chỉ tiêu đo lường sai số dự báo, giúp ta lựa chọn được mô hình dự báo phù hợp nhất.

- Sai số tuyệt đối trung bình (MAE)⁶⁴

$$MAE = \frac{\sum_{i=1}^n |e_i|}{n} \quad (3.2)$$

- Sai số phần trăm tuyệt đối trung bình (MAPE)⁶⁵

$$MAPE = \frac{\sum_{i=1}^n |e_i|}{n \cdot y_i} \times 100 \quad (\%) \quad (3.3)$$

- Sai số bình phương trung bình (MSE)⁶⁶

$$MSE = \frac{\sum_{i=1}^n e_i^2}{n} \quad (3.4)$$

- Căn bậc hai của sai số bình phương trung bình (RMSE)⁶⁷

⁶⁴ Mean Absolute Error

⁶⁵ Mean Absolute Percent Error

⁶⁶ Mean Square Error

⁶⁷ Root Mean Absolute Error

$$\text{RMSE} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n e_i^2}{n}} \quad (3.5)$$

Việc lựa chọn chỉ tiêu nào để đo lường sai số dự báo còn tùy thuộc vào bản chất của dữ liệu: (i) nếu trong chuỗi dữ liệu chỉ có một vài sai số dự báo có giá trị tuyệt đối lớn thì ta không nên sử dụng MSE và RMSE (bởi vì nếu dùng các chỉ tiêu này thì sai số dự báo sẽ được bình phương, làm cho sai số dự báo bị phóng đại) ; và (ii) nếu giá trị của các sai số dự báo xấp xỉ nhau thì ta nên dùng MSE

Khi ta có đồng thời MAE, MSE (hay RMSE) thì mô hình dự báo thích hợp nhất sẽ là mô hình nào có trị số chỉ tiêu nhỏ nhất.

Khi so sánh độ chính xác của những mô hình dự báo, chúng ta không nên áp dụng cho những chuỗi dữ liệu đã có những biến đổi từ dữ liệu gốc theo những cách khác nhau. Thí dụ một chuỗi dữ liệu lấy giá trị thực tế và một chuỗi dữ liệu là lô-ga-rít của những giá trị thực tế đó thì ta không thể so sánh độ chính xác của hai mô hình này. Tuy nhiên chỉ có công thức MAPE có thể sử dụng cho mọi trường hợp vì là số tương đối.

Mặc dù mô hình dự báo tốt nhất sẽ có sai số dự báo thấp nhất, nhưng cũng có những tiêu thức khác để đánh giá một mô hình dự báo có tốt hay không. Điều này phụ thuộc vào khả năng và chi phí thu thập dữ liệu. Khả năng xử lý dữ liệu của hệ thống máy vi tính, loại dự báo mong đợi (dự báo điểm hay dự báo khoảng), các phần mềm xử lý dữ liệu và quan trọng nhất là các giả định toán học mà mỗi mô hình sẽ sử dụng.

3.1.4. Một số phương trình xu thế thường dùng

3.1.4.1. Phương trình xu thế tuyến tính⁶⁸

$$\text{Dạng tổng quát: } \hat{y}_i = a_0 + a_1 t_i \quad (3.6)$$

Các tham số a_0 và a_1 được xác định theo hệ phương trình sau đây:

⁶⁸ Linear trend model

$$\begin{cases} \Sigma y_i = na_0 + a_1 \Sigma t_i \\ \Sigma y_i t_i = a_0 \Sigma t_i + a_1 \Sigma t_i^2 \end{cases} \quad (i = \overline{1, n}) \quad (3.7)$$

3.1.4.2. Phương trình pa-ra-bôn bậc hai⁶⁹

$$\text{Dạng tổng quát: } \bar{y}_i = a_0 + a_1 t_i + a_2 t_i^2 \quad (3.8)$$

Các tham số a_0, a_1 và a_2 được xác định theo hệ phương trình sau đây:

$$\begin{cases} \Sigma y_i = na_0 + a_1 \Sigma t_i + a_2 \Sigma t_i^2 \\ \Sigma y_i t_i = a_0 \Sigma t_i + a_1 \Sigma t_i^2 + a_2 \Sigma t_i^3 \\ \Sigma y_i t_i^2 = a_0 \Sigma t_i^2 + a_1 \Sigma t_i^3 + a_2 \Sigma t_i^4 \end{cases} \quad (i = \overline{1, n}) \quad (3.9)$$

3.1.4.3. Phương trình pa-ra-bôn bậc ba⁷⁰

$$\text{Dạng tổng quát: } \bar{y}_i = a_0 + a_1 t_i + a_2 t_i^2 + a_3 t_i^3 \quad (3.10)$$

Các tham số a_0, a_1, a_2 ; và a_3 được xác định theo hệ phương trình sau đây:

$$\begin{cases} \Sigma y_i = na_0 + a_1 \Sigma t_i + a_2 \Sigma t_i^2 + a_3 \Sigma t_i^3 \\ \Sigma y_i t_i = a_0 \Sigma t_i + a_1 \Sigma t_i^2 + a_2 \Sigma t_i^3 + a_3 \Sigma t_i^4 \\ \Sigma y_i t_i^2 = a_0 \Sigma t_i^2 + a_1 \Sigma t_i^3 + a_2 \Sigma t_i^4 + a_3 \Sigma t_i^5 \\ \Sigma y_i t_i^3 = a_0 \Sigma t_i^3 + a_1 \Sigma t_i^4 + a_2 \Sigma t_i^5 + a_3 \Sigma t_i^6 \end{cases} \quad (i = \overline{1, n}) \quad (3.11)$$

3.1.4.4. Phương trình hàm số mũ⁷¹

$$\text{Dạng tổng quát: } \bar{y}_i = a_0 a_1^{t_i} \quad (3.12)$$

Các tham số a_0 và a_1 được xác định theo hệ phương trình sau đây:

$$\begin{cases} \Sigma \lg y_i = n \lg a_0 + \lg a_1 \Sigma t_i \\ \Sigma t_i \cdot \lg y_i = \lg a_0 \Sigma t_i + \lg a_1 \Sigma t_i^2 \end{cases} \quad (i = \overline{1, n}) \quad (3.13)$$

Đôi khi phương trình hàm mũ còn được viết dưới dạng:

$$\bar{y}_i = A \cdot e^{B \cdot t_i} \quad (3.14)$$

⁶⁹ Second degree polynomial, hay còn gọi là Quadratic model

⁷⁰ Cubic equation

⁷¹ Exponential trend model

Tham số A trong (3.14) tương đương với tham số a_0 trong (3.12) ; Tham số e^B trong (3.14) tương đương với tham số a_1 trong (3.12), trong đó $e = 2,71828$

Phương trình (3.14) có thể được tuyến tính hoá để thuận lợi trong việc viết phương trình hàm mũ trong thực hành, ta có:

$$\text{Ln}(\hat{y}_i) = \text{Ln}(A) + \text{Ln}(e^{B.t_i}) \Leftrightarrow \text{Ln}(\hat{y}_i) = \text{Ln}(A) + B.t_i \quad (3.15)$$

Như vậy, ta có thể hồi quy $\text{Ln}(y_i)$ theo các t_i , bằng thủ tục hồi quy tuyến tính đơn biến thông thường, rồi từ đó suy ra tham số A của phương trình (3.14) ban đầu.

3.2. VÍ DỤ MINH HỌA CHO GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Ví dụ minh họa: Dự báo bằng ngoại suy giản đơn các phương trình xu thế

Doanh nghiệp A đang được thẩm định giá theo mô hình DDM để tiến hành cổ phần hóa. Để vận dụng mô hình DDM, một trong những việc đầu tiên cần làm là ước tính dòng cổ tức kỳ vọng dựa trên cơ sở dự báo lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp trong các năm tương lai.

3.2.1. Thu thập và chuẩn bị dữ liệu

Dãy số tiền sử về lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp được thu thập trong 15 năm qua như sau:

Bảng 3.1. Dãy số tiền sử về lợi nhuận ròng của doanh nghiệp A

Đơn vị tính: triệu đồng

Năm	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Lợi nhuận sau thuế	160	185	220	-	320	250	200	350	490	600	600	1000	1250	1600	2100

Nguồn: Tác giả tự xây dựng cho mục đích minh họa

Bảng 3.1 cho thấy số liệu về lợi nhuận sau thuế năm 1995 của doanh nghiệp bị khuyết, tài liệu lưu trữ cho phép tính toán bổ sung cũng đã bị thất lạc.

Trong trường hợp này, ta có thể thực hiện việc hiệu chỉnh dữ liệu, và tính toán bổ sung dữ liệu bị khuyết theo một trong những cách sau đây:

- Một là thay thế bằng giá trị trung bình của chuỗi

$$Y_{1995} = \frac{\sum_{i=1992}^{2006} Y_i}{14} = \frac{9325}{14} = 666$$

- Hai là thay thế bằng giá trị dự báo thô “naive”⁷²

$$Y_{1995} = Y_{1994} = 220$$

- Ba là thay thế bằng số trung bình số học của mức độ thuộc hai thời đoạn liền trước và liền sau giá trị khuyết

$$Y_{1995} = \frac{220 + 320}{2} = 270$$

- Bốn là thay thế bằng giá trị trung bình của một thời kỳ lựa chọn (chẳng hạn thời kỳ 1992-1998)

$$Y_{1995} = \frac{\sum_{i=1992}^{1998} Y_i}{6} = \frac{1335}{6} \approx 223$$

Giả sử ta chọn giá trị 270 triệu để thay thế cho giá trị khuyết của năm 1995. Lúc này, ta có một dãy số tiền sử gồm 15 mức độ về lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp từ năm 1992 đến năm 2006 để phục vụ cho công tác dự báo theo mô hình dãy số thời gian. Đường thời gian cho dãy số về lợi nhuận sau thuế được phân chia như sau:

-Giai đoạn ước lượng: gồm 13 mức độ, từ năm 1992 đến 2004. Dãy số tiền sử này được sử dụng để xây dựng mô hình, và dùng để dự báo trong mẫu

-Giai đoạn dự báo: giai đoạn này được phân thành hai thời kỳ:

(i) Dự báo hậu nghiệm⁷³: cho hai mức độ của năm 2005 và 2006. Đặc trưng quan trọng trong giai đoạn này là chúng ta đã có các giá trị thực tế 2005 và 2006 trên dãy số tiền sử. Do đó ta sẽ có cơ hội để đối chiếu các giá trị thực tế

⁷² Dự báo thô “naive” mô tả giá trị dự báo cho thời đoạn kế tiếp sẽ bằng giá trị thực tế của thời đoạn trước đó

⁷³ Ex-post forecast

này với giá trị dự báo từ mô hình, và kết luận về tính phù hợp của mô hình đã xây dựng.

(ii) Dự báo tiền nghiệm⁷⁴: cho các mức độ tương lai từ 2007-2011

3.2.2. Vận dụng mô hình dự báo thích hợp

Ta biết có nhiều phương pháp dự báo định lượng khác nhau, trong đó có các phương pháp dự báo theo mô hình dãy số thời gian. Nói chung thì phân tích chuỗi thời gian là một quá trình ngoại suy phức tạp. Tuy vậy, cũng có một số mô hình dự báo bằng ngoại suy giản đơn các phương trình xu thế tỏ ra thích hợp để áp dụng cho việc dự báo lợi nhuận sau thuế. Tác giả đề xuất sử dụng các mô hình dự báo giản đơn này vì ba lý do sau đây:

Thứ nhất, chuỗi dữ liệu lịch sử (theo năm) về lợi nhuận sau thuế trong đa số các trường hợp thực tế ở Việt Nam hiện nay là không đủ lớn để có thể áp dụng các mô hình dự báo ngoại suy phức tạp, với những kiểm định nghiêm ngặt về tính phù hợp của mô hình.

Thứ hai, trong khi thời gian và các nguồn lực khác (bao gồm cả khả năng chuyên môn của cán bộ thẩm định giá) không ủng hộ cho việc sử dụng các mô hình ngoại suy hoàn chỉnh, chúng ta vẫn có thể sử dụng kỹ thuật ngoại suy giản đơn cho các chuỗi thời gian của mình. Mặc dù các kết quả dự báo từ cách làm này không có tính chính xác cao như trong các mô hình hoàn chỉnh, nhưng chúng vẫn có thể được chấp nhận ở mức độ nhất định, đặc biệt là trong dự báo xu thế tăng trưởng dài hạn.

Thứ ba, trong khi một số nhà nghiên cứu nỗ lực cố gắng cho việc sử dụng các phương pháp dự báo phức tạp theo mô hình nhân quả, chúng ta vẫn không rõ là liệu những mô hình phức tạp như vậy có mang lại kết quả tương xứng so với sự hao phí về thời gian và công sức của người sử dụng hay không? Thậm chí ngay cả khi chúng ta có đủ nguồn lực để thiết lập được những mô hình hồi quy (với các hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê) như vậy, thì cũng không chắc là chúng sẽ có ích cho

⁷⁴ Ex-ante forecast

mục đích dự báo. Để dự báo mức độ tương lai từ các mô hình nhân quả này, trong trường hợp tất cả các biến độc lập đều không phải là biến trễ, thì trước tiên phải dự báo được mức độ của các biến độc lập. Điều này đôi khi còn khó khăn hơn cả việc dự báo chính bản thân biến phụ thuộc ban đầu⁷⁵.

Phần dưới đây sẽ đề cập đến một số phương pháp dự báo bằng ngoại suy giản đơn các phương trình xu thế thường gặp, với sự trợ giúp của bảng tính Excel. Có hai lý do cơ bản cho việc đề xuất sử dụng Excel:

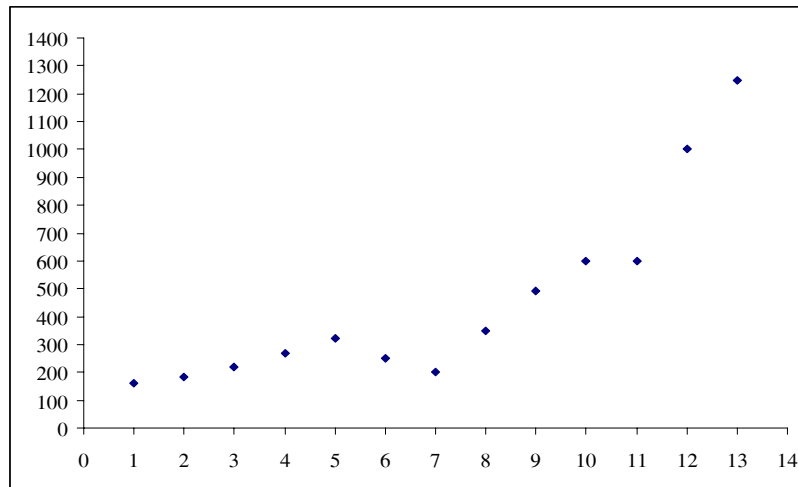
(i) Đây là một phần mềm được sử dụng phổ biến hiện nay, và quen thuộc với đa số mọi người. Ở mức độ chuyên nghiệp hơn, các thẩm định viên cũng có thể sử dụng phần mềm thống kê chuyên dụng SPSS cho công việc dự báo của mình.

(ii) Thay vì phải tốn nhiều công sức cho việc thiết lập các bảng thống kê để tính toán một cách thủ công các tham số của phương trình xu thế, bảng tính Excel (hoặc phần mềm SPSS) cung cấp những tiện ích cho phép người sử dụng có được kết quả dự báo nhanh chóng.

Hai điểm nêu trên rất phù hợp với quan điểm là: các đề xuất cải tiến cần đảm bảo tính khoa học, tính thực tiễn, nhưng đồng thời cũng phải đảm bảo sự rõ ràng, đơn giản ở mức cần thiết về quy trình, dễ vận dụng, dễ nhận thức đối với các bên liên quan.

Phương trình xu thế thích hợp để dự báo mức độ của hiện tượng có thể được lựa chọn bước đầu thông qua việc quan sát chiều hướng biến động của dãy số trên đồ thị phân tán. Hình 3.2 cho thấy xu thế biến động cơ bản của lợi nhuận của doanh nghiệp theo thời gian là không ngừng tăng lên. Dạng thức biến động dường như có dạng phi tuyến, có thể là hàm mũ, hoặc một đường cong bậc 2.

⁷⁵ Ví dụ, Otávio Ribeiro de Medeiros (An econometric model of a firm's financial statements-2004) đã xây dựng một mô hình kinh tế lượng để biểu diễn các báo cáo tài chính của doanh nghiệp, và sử dụng mô hình này cho việc dự toán các báo cáo tài chính, bao gồm cả chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế cho một công ty dầu khí ở Bra-xin. Mô hình này kết nối các biến kinh tế vĩ mô và vi mô với các biến kế toán thông qua một hệ phương trình cấu trúc. Và để dự toán các báo cáo tài chính, công việc trước tiên là tiến hành dự báo và xây dựng kịch bản cho các biến độc lập trong mô hình (giá dầu quốc tế; tốc độ tăng của GDP ; tỷ giá hối đoái danh nghĩa).



Hình 3.2. Biểu đồ phân tán biểu diễn lợi nhuận sau thuế theo thời gian

Sau khi bước đầu nhận dạng xu thế biến động cơ bản của hiện tượng theo thời gian, cần quyết định biểu diễn dãy số bằng một phương trình xu thế phù hợp. Trong nhiều trường hợp, ta có thể thiết lập một vài phương trình xu thế mà ta tin là có thể mô phỏng tốt chiều hướng biến động của dãy số theo thời gian, rồi sau đó, lựa chọn một mô hình thích hợp nhất thông qua việc so sánh các chỉ tiêu đánh giá mô hình.

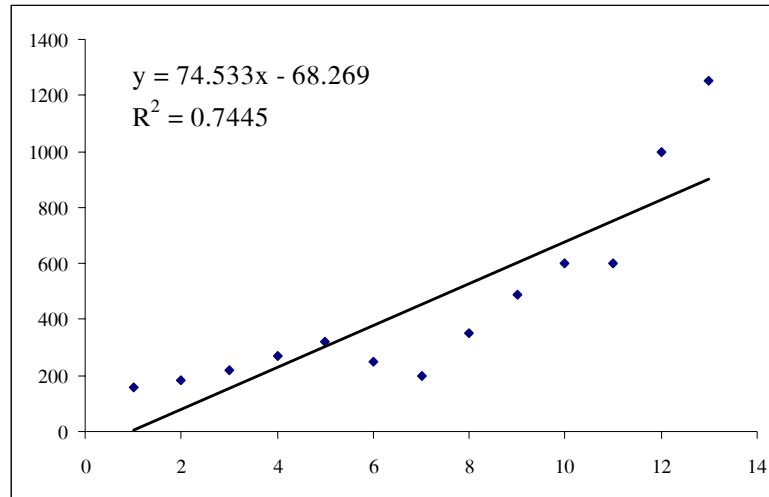
Để thuận tiện, ta đặt các thứ tự thời gian (t_i) theo số đếm, mức độ đầu tiên trên dãy số có $t_1 = 1$, mức độ tiếp theo sẽ có $t_2 = 2$... Trong trường hợp này, ta sẽ viết 4 phương trình xu thế là: tuyến tính; hàm pa-ra-bôn bậc hai; hàm pa-ra-bôn bậc ba; và hàm số mũ để mô phỏng chiều hướng biến động của dãy số theo thời gian, và sử dụng phương pháp ngoại suy giản đơn các phương trình này để dự báo các mức độ về lợi nhuận sau thuế trong các năm tương lai cho doanh nghiệp.

5.2.2.1. Phương trình xu thế tuyến tính

Bảng tính Excel cung cấp nhiều sự lựa chọn để tính toán các tham số của phương trình xu thế tuyến tính này, được trình bày tuần tự dưới đây:

- Cách đơn giản nhất để có được phương trình xu thế tuyến tính và hệ số xác định R^2 là sử dụng chức năng chèn đường xu thế trên Excel. Hình 3.3 cho ta phương trình xu thế tuyến tính: $\hat{y}_i = -68,269 + 74,533t_i$

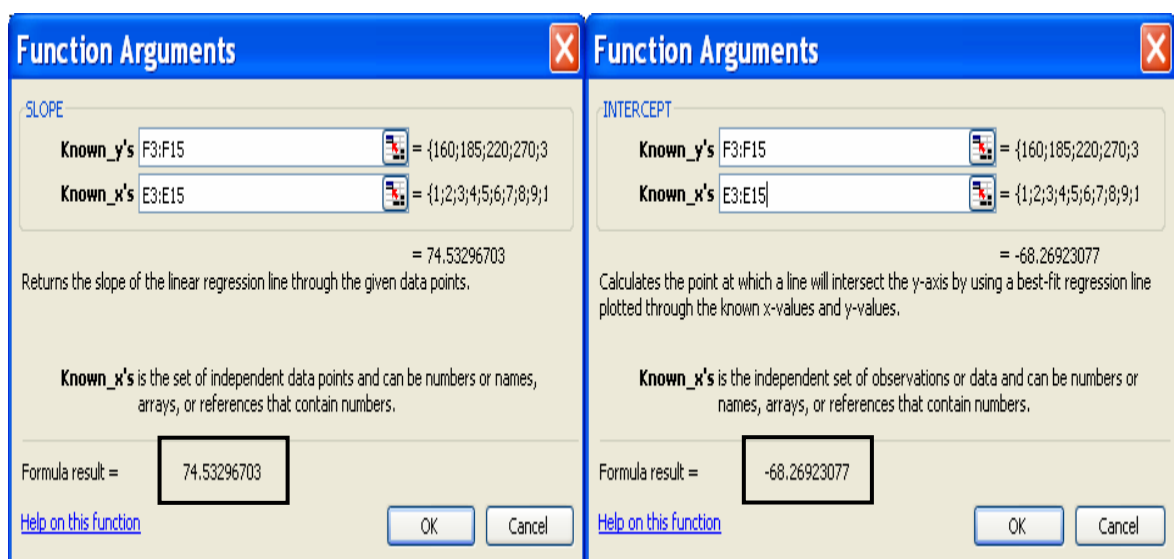
Trong giai đoạn dự báo hậu nghiệm, nếu muốn dự báo lợi nhuận cho năm 2005, ta thay thứ tự thời gian tương ứng là 14 vào phương trình, và có kết quả như sau: $\hat{y}_{2005} = -68,269 + 74,533 \times 14 \approx 975$ triệu đồng



Hình 3.3. Biểu đồ phân tán và phương trình xu thế tuyến tính

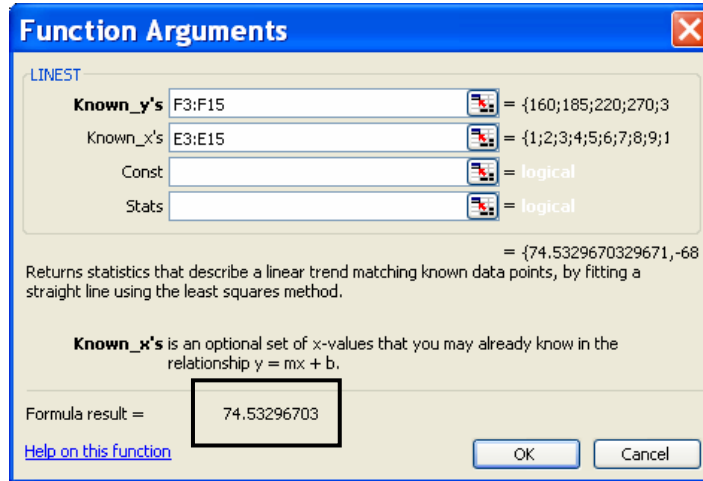
- Sử dụng các hàm thống kê

-Hàm *Slope* và hàm *Intercept* cho phép xác định được độ dốc và tung độ gốc của phương trình xu thế tuyến tính. Nếu dãy số lợi nhuận sau thuế hiện hữu từ ô F3:F15, và các thứ tự thời gian hiện hữu từ ô E3:E15, ta có các kết quả ở hình 3.4:



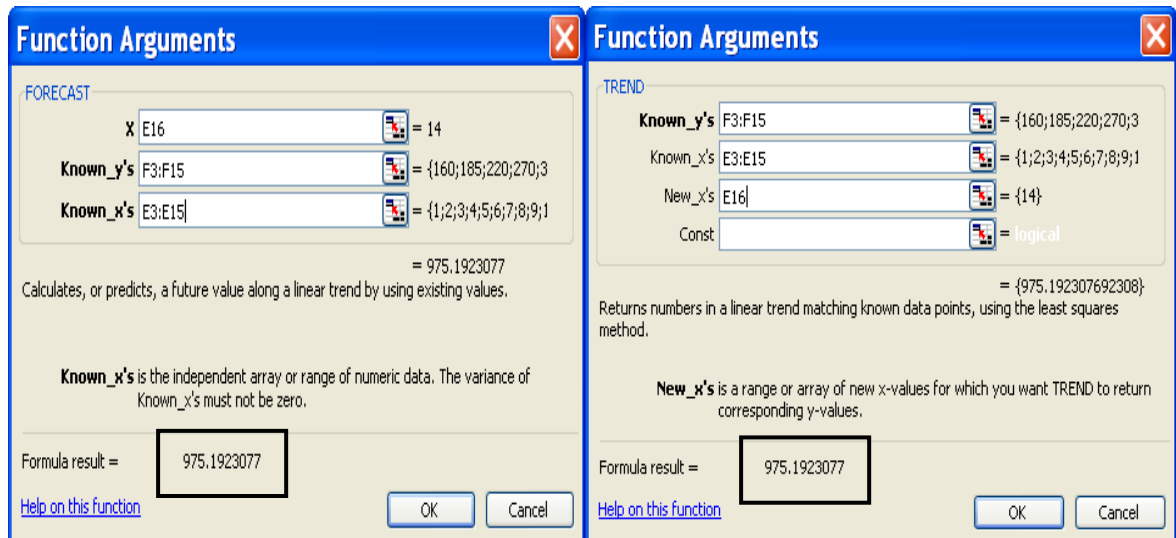
Hình 3.4. Hàm Slope và hàm Intercept

-Hàm *Linest* cũng cho phép xác định được độ dốc và tung độ gốc của phương trình xu thế tuyến tính một cách nhanh chóng⁷⁶. Kết quả cho ở hình 3.5.



Hình 3.5. Hàm Linest

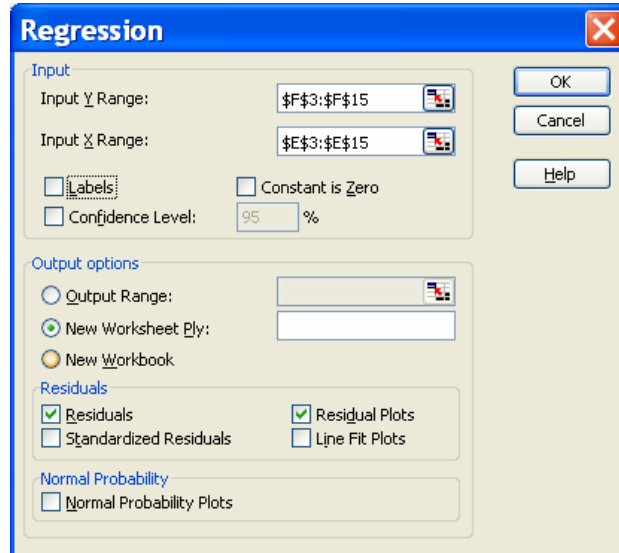
-Hàm *Trend* hoặc hàm *Forecast* cho phép dự báo trực tiếp các mức độ lý thuyết bằng phương pháp ngoại suy giản đơn hàm xu thế. Giả sử ta muốn dự báo lợi nhuận sau thuế của năm 2005 trong giai đoạn dự báo hậu nghiệm, ta có kết quả dự báo trên hình 3.6



Hình 3.6. Hàm Forecast và hàm Trend

⁷⁶ Linest là dạng hàm mảng, nên kết quả kết xuất ra cũng dưới dạng mảng. Do vậy, để có kết quả, ta không bấm phím OK mà phải bấm tổ hợp phím Ctrl + Shift + Enter.

- Sử dụng chức năng hồi quy: ta khai báo các thông số cần thiết cho chức năng này trên Excel như minh họa ở hình 3.7



Hình 3.7. Chức năng hồi quy trên Excel

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.8629
R Square	0.7445
Adjusted R Square	0.7213
Standard Error	177.5924
Observations	13

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	1011039.70	1011039.70	32.06	0.000146
Residual	11	346929.53	31539.05		
Total	12	1357969.23			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-68.269	104.486	-0.653	0.527	-298.242	161.703
t	74.533	13.164	5.662	0.000	45.559	103.507

Hình 3.8. Kết quả hồi quy phương trình xu thế tuyến tính từ Excel

Kết quả hồi quy trên hình 3.8 cho thấy:

-Hệ số tung độ gốc của phương trình là $a_0 = -68,269$

-Hệ số độ dốc $a_1 = 74,533$ cho biết rằng trong thời gian 13 năm nghiên cứu, một cách bình quân, lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp mỗi năm tăng thêm 74,533 triệu đồng.

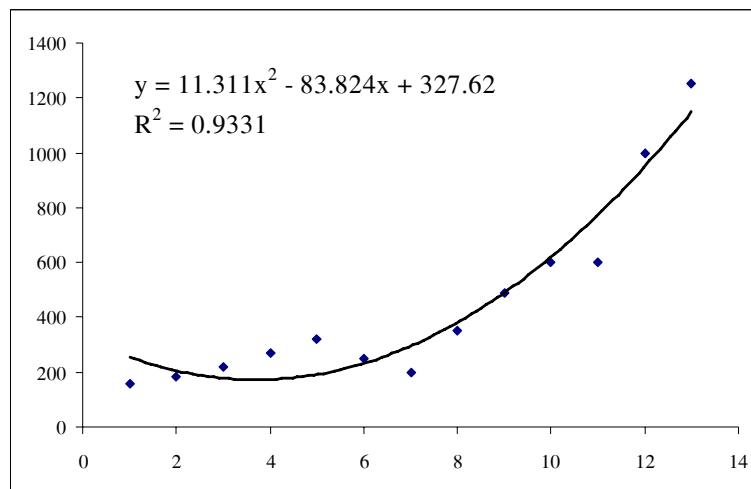
-Lúc này, phương trình xu thế tuyến tính có dạng: $\hat{y}_i = -68,269 + 74,533t_i$. Thay các giá trị (t_i) thích hợp vào phương trình này, ta cũng sẽ có các giá trị dự báo điếm cho lợi nhuận sau thuế các năm tương lai.

-Giá trị $R^2 = 0,7445$ cho biết phương trình ta vừa xây dựng có thể giải thích được 74,45% sự biến động của lợi nhuận sau thuế theo thời gian. Hệ số xác định R^2 càng cao thì mô hình đã xây dựng càng phù hợp với dữ liệu mẫu.

-Giá trị P-value cho bài toán kiểm định F (Significance F = 0,000146) là rất nhỏ, chứng tỏ có tồn tại quan hệ tuyến tính giữa biến lợi nhuận (y) và biến thời gian (t) trong tổng thể.

5.2.2.2. Phương trình bậc hai

- Để có được phương trình bậc hai và hệ số xác định R^2 , ta sử dụng chức năng chèn đường xu thế trên Excel. Hình 3.9 cho ta phương trình xu thế Pa-ra-bôn bậc hai như sau: $\hat{y}_i = 327,62 - 83,824t_i + 11,311t_i^2$



Hình 3.9. Biểu đồ phân tán và phương trình Pa-ra-bôn bậc hai

Trong giai đoạn dự báo hậu nghiệm, nếu muốn dự báo lợi nhuận cho năm 2005, ta thay thứ tự thời gian tương ứng là 14 vào phương trình, và có kết quả như sau: $\hat{y}_{2005} = 327,62 - 83,824 \times 14 + 11,311 \times 14^2 \approx 1371$ triệu đồng

- Chúng ta cũng có thể sử dụng công cụ hồi quy để tính toán các hệ số hồi quy một cách nhanh chóng. Kết quả hồi quy cho ở hình 3.10

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.9660
R Square	0.9331
Adjusted R Square	0.9198
Standard Error	95.2826
Observations	13

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	2	1267181.568	633590.8	69.7882	1.33562E-06
Residual	10	90787.66234	9078.766		
Total	12	1357969.231			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	327.622	93.2622	3.5129	0.0056	119.8212	535.4235
t	-83.824	30.6384	-2.7359	0.0210	-152.0904	-15.5570
t ²	11.311	2.1295	5.3116	0.0003	6.5663	16.0561

Hình 3.10. Kết quả hồi quy phương trình xu thế bậc hai từ Excel

-Hệ số xác định $R^2 = 93,31\%$ cho biết mô hình xu thế bậc hai mà ta vừa xây dựng có thể giải thích rất tốt sự biến động của lợi nhuận sau thuế theo thời gian (xét trong mẫu nghiên cứu)⁷⁷.

⁷⁷ Trong hồi quy bội, người ta thường dùng hệ số xác định điều chỉnh $R^2_{\text{Adjusted}} = 91,98\%$ để có được nhận định thận trọng hơn về tính phù hợp của mô hình đối với dữ liệu mẫu. Hệ số xác định R^2 điều chỉnh được cho bởi công thức: $\text{Adjusted } R^2 = 1 - [\text{SSE} : (n-k-1)] / [\text{SST} : (n-1)]$. Nhìn chung, R^2 và R^2 điều chỉnh không khác biệt nhau nhiều lắm, trừ phi số lượng biến độc lập trong mô hình là khá lớn so với cỡ mẫu $[n]$.

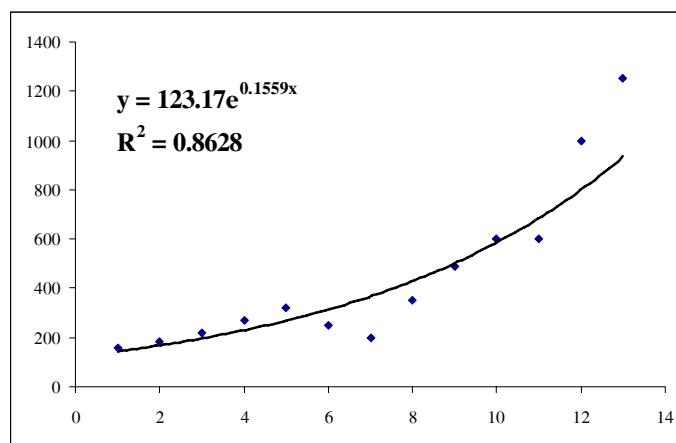
-Giá trị P-value cho bài toán kiểm định ý nghĩa toàn diện của mô hình - kiểm định F (Significance F = 1,33562E-06 = 0,000001335) là rất nhỏ, chứng tỏ toàn bộ mô hình là có ý nghĩa thống kê.

-Hai giá trị P-value cho bài toán kiểm định t [kiểm định ý nghĩa của từng biến độc lập (t_i) và (t_i^2)] cũng rất nhỏ so với mức ý nghĩa thường được lựa chọn là $\alpha = 0,05$. Điều này chứng tỏ cả (t_i) và (t_i^2) đều có ý nghĩa thống kê, nghĩa là đều có khả năng giải thích cho sự biến thiên của biến phụ thuộc trong mô hình (lợi nhuận sau thuế).

5.2.2.3. Phương trình xu thế dạng hàm mũ

- Để có được phương trình hàm số mũ và hệ số xác định R^2 , ta sử dụng chức năng chèn đường xu thế trên Excel. Hình 3.11 cho ta phương trình hàm số mũ như sau: $\hat{y}_i = 123,17e^{0,1559t_i}$

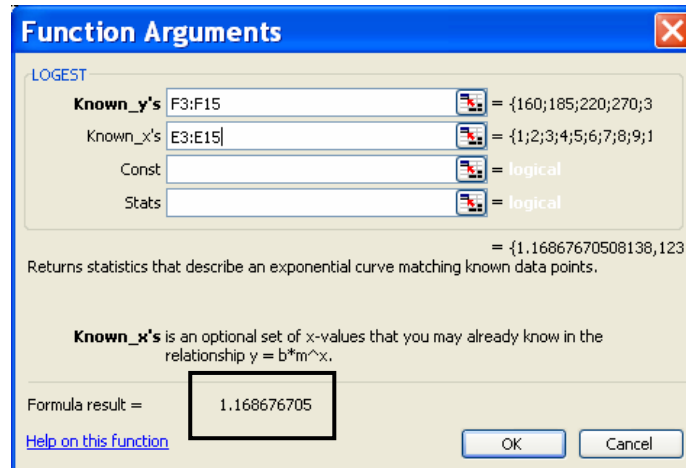
Trong giai đoạn dự báo hậu nghiệm, nếu muốn dự báo lợi nhuận cho năm 2005, ta thay thứ tự thời gian tương ứng là 14 vào phương trình, và có kết quả như sau: $\hat{y}_{2005} = 123,17e^{0,1559 \times 14} \approx 1092$ triệu đồng



Hình 3.11. Đồ thị phân tán và phương trình hàm số mũ

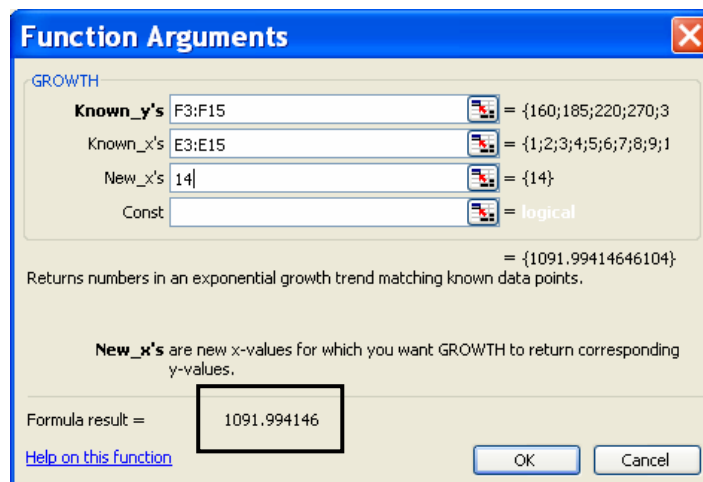
- Sử dụng các hàm thống kê: Bảng tính Excel cũng cung cấp một số hàm cho phép tính toán nhanh chóng các hệ số của phương trình hàm mũ, hoặc dự báo theo mô hình tăng trưởng mũ

-Hàm Logest cho phép xác định các hệ số của phương trình hàm mũ. Hình 3.12 cho ta phương trình hàm số mũ viết theo dạng tổng quát [công thức (3.12)] như sau: $\hat{y}_i = 123,17 \times 1,1687^i$



Hình 3.12. Hàm Logest

-Ta có thể sử dụng hàm *Growth* để dự báo trực tiếp các mức độ lý thuyết bằng phương pháp ngoại suy gián đơn phương trình hàm mũ. Giả sử ta muốn dự báo lợi nhuận sau thuế của năm 2005 (trong giai đoạn dự báo hậu nghiệm), ta có: $\hat{y}_{2005} \approx 1092$ triệu đồng. Kết quả cho ở hình 3.13



Hình 3.13. Hàm Growth

- Chúng ta cũng có thể sử dụng công cụ hồi quy để tính toán các hệ số hồi quy cho phương trình hàm mũ. Kết quả hồi quy ở hình 3.14 cho biết:

-Để có giá trị của hệ số A trong dạng tổng quát [công thức (3.14)] của phương trình hàm mũ là $\hat{y}_i = A.e^{B.t_i}$, từ giá trị giá trị ở dòng Intercept là 4,8136 trên hình 3.14, ta thấy: $\ln A = 4,8136 \Rightarrow A = e^{4,8136} \approx 123,17$

Từ đó, ta cũng sẽ viết được phương trình hàm mũ như sau: $\hat{y}_i = 123,17e^{0,1559t_i}$

-Hệ số xác định $R^2 = 86,28\%$ cho biết mô hình mà ta vừa xây dựng có thể giải thích khá tốt sự biến động của lợi nhuận sau thuế theo thời gian (xét trong mẫu nghiên cứu).

-Giá trị P-value cho bài toán kiểm định ý nghĩa toàn diện của mô hình - kiểm định F (Significance F = 4,50334E-06 = 0,0000045033) là rất nhỏ so với mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$, chứng tỏ mô hình là có ý nghĩa thống kê. Vì trong mô hình này chỉ có một biến độc lập là (t_i), nên bài toán kiểm định F cũng tương đương với bài toán kiểm định t cho ý nghĩa hệ số độ dốc của phương trình.

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.9289
R Square	0.8628
Adjusted R Square	0.8503
Standard Error	0.2528
Observations	13

ANOVA

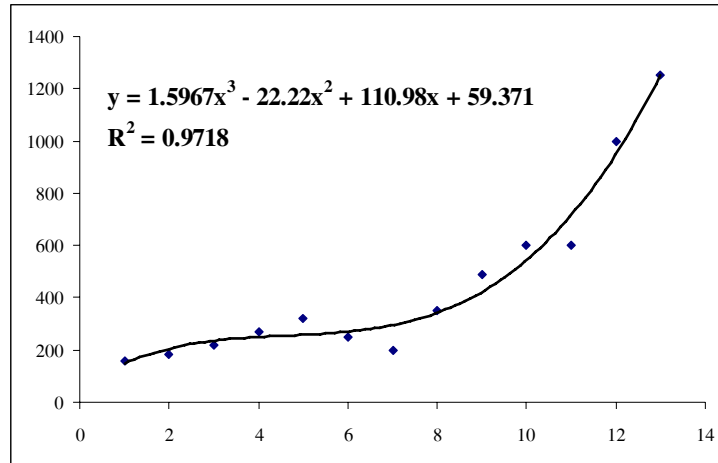
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	4.42189159	4.421892	69.18035	4.50334E-06
Residual	11	0.703101525	0.063918		
Total	12	5.124993115			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	4.8136	0.1487	32.3607	0.0000	4.4862	5.1409
X Variable 1	0.1559	0.0187	8.3175	0.0000	0.1146	0.1971

Hình 3.14. Kết quả hồi quy hàm mũ từ Excel

5.2.2.4. Phương trình bậc ba

- Để có được phương trình bậc ba và hệ số xác định R^2 , ta sử dụng chức năng chèn đường xu thế trên Excel. Hình 3.15 cho ta phương trình xu thế Pa-ra-bôn bậc ba như sau: $\hat{y}_i = 59,371 + 110,98t_i - 22,22t_i^2 + 1,5967t_i^3$



Hình 3.15. Biểu đồ phân tán và phương trình Pa-ra-bôn bậc ba

Trong giai đoạn dự báo hậu nghiệm, nếu muốn dự báo lợi nhuận cho năm 2005, ta thay thứ tự thời gian tương ứng là 14 vào phương trình, và có kết quả như sau: $\hat{y}_i = 59,371 + 110,98 \times 14 - 22,22 \times 14^2 + 1,5967 \times 14^3 \approx 1639$ triệu đồng

- Chúng ta cũng có thể sử dụng công cụ hồi quy để tính toán các hệ số hồi quy của phương trình này một cách nhanh chóng. Kết quả hồi quy ở hình 3.16 cho thấy:

-Hệ số xác định R^2 điều chỉnh = 96,24% cho biết mô hình xu thế bậc ba mà ta vừa xây dựng có thể giải thích rất tốt sự biến động của lợi nhuận sau thuế theo thời gian (xét trong mẫu nghiên cứu). Điều này hàm ý rằng phương trình bậc ba này là phù hợp với dữ liệu mẫu.

-Giá trị P-value cho bài toán kiểm định ý nghĩa toàn diện của mô hình - kiểm định F (Significance F = 2,71291E-07 = 0,00000027129) là rất nhỏ, nên ta bác bỏ

giả thuyết $H_0: R^2 = 0$. Điều này hàm ý rằng phương trình bậc ba vừa xác định là phù hợp với tổng thể, R^2 khác không một cách có ý nghĩa thống kê.

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>						
Multiple R		0.9858				
R Square		0.9718				
Adjusted R Square		0.9624				
Standard Error		65.2235				
Observations		13				

<i>ANOVA</i>						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	3	1319682.3	439894.09	103.4046	2.71291E-07	
Residual	9	38287.0	4254.107			
Total	12	1357969.2				

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	59.371	99.531	0.597	0.566	-165.784	284.525
t	110.978	59.285	1.872	0.094	-23.135	245.091
t ²	-22.220	9.656	-2.301	0.047	-44.063	-0.378
t ³	1.597	0.455	3.513	0.007	0.569	2.625

Hình 3.16. Kết quả hồi quy phương trình xu thế bậc ba từ Excel

-Trong kiểm định F ở trên, ta đã kết luận toàn mô hình có ý nghĩa thống kê, nghĩa là có tối thiểu một biến độc lập trong mô hình có thể giải thích được một cách có ý nghĩa cho sự biến thiên của biến phụ thuộc theo thời gian. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là tất cả các biến độc lập đưa vào mô hình đều có ý nghĩa thống kê. Do vậy, cần thiết phải tiến hành kiểm định ý nghĩa thống kê của từng hệ số hồi quy ứng với từng biến độc lập trong mô hình. Kiểm định này được gọi là kiểm định t.

-Trong bài toán kiểm định t, ta thấy trị thống kê *t Stat* của hệ số a_1 (cho biến t_i) chỉ là 1,872, ứng với $P\text{-value} = 0,094 > \text{mức ý nghĩa } \alpha = 0,05$. Điều này cho thấy biến (t_i) không có ý nghĩa thống kê, nghĩa là không có khả năng giải thích cho sự biến thiên của biến phụ thuộc trong mô hình.

Điểm đáng chú ý là trong khi hệ số xác định R^2 của mô hình rất cao, thì các trị thống kê t Stat cho hệ số hồi quy của các biến độc lập lại rất nhỏ. Dấu hiệu này làm ta nghi ngờ có tồn tại đa cộng tuyến⁷⁸ trong mô hình vừa xây dựng. Thật vậy, Bảng 3.2 cho thấy hệ số tương quan tuyến tính (hệ số tương quan Pearson) giữa ba biến độc lập là rất cao

Bảng 3.2. Hệ số tương quan Pearson giữa các biến độc lập

	t	t^2	t^3
t	1		
t^2	0.973067	1	
t^3	0.925371	0.986829	1

Phương pháp đơn giản nhất để khắc phục đa cộng tuyến là hồi quy lại mô hình mới mà trong đó các biến độc lập gây ra đa cộng tuyến bị loại bỏ.

Mặc dù đa cộng tuyến khiến cho đánh giá của chúng ta về tác động của từng biến độc lập lên biến phụ thuộc có thể bị sai lệch, nhưng nó không hề làm giảm hệ số xác định R^2 . Điều này hàm ý rằng tác động gộp của tất cả các biến độc lập trong việc giải thích sự biến thiên của biến phụ thuộc không bị ảnh hưởng xấu của đa cộng tuyến.

Do vậy, trừ phi chúng ta dự định xây dựng mô hình hồi quy để định lượng các gợi ý chính sách, tức là xem xét khả năng tác động đến các biến độc lập như thế nào để thay đổi biến phụ thuộc theo ý muốn, còn nếu chúng ta dự định dùng mô hình hồi quy của mình để dự báo biến phụ thuộc khi biết trước các giá trị của các biến độc lập, thì đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng, và có thể được bỏ qua (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2007).

Lập luận nêu trên chỉ ra rằng phương trình xu thế bậc ba vừa xây dựng hoàn toàn có thể được sử dụng cho quá trình dự báo lợi nhuận sau thuế các năm tương lai

⁷⁸ Một trong những yêu cầu của thủ tục hồi quy tuyến tính đa biến là các biến độc lập không có tương quan chặt với nhau. Nếu yêu cầu này không được thỏa mãn, ta nói đã xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến (Multicollinearity) trong mô hình của mình. Đa cộng tuyến, vì thế, là tình huống mà trong đó hai hoặc hơn hai biến độc lập có tương quan tuyến tính chặt chẽ với nhau. Các biến độc lập có tương quan chặt với nhau này sẽ không thể cung cấp thông tin gì mới và ta cũng không thể xác định được tác động riêng lẻ của từng biến độc lập lên biến phụ thuộc.

bằng phương pháp ngoại suy giản đơn, bất chấp hệ số hồi quy của biến độc lập (t_i) không có ý nghĩa thống kê.

Trong phần trên, chúng ta đã thiết lập các phương trình xu thế bằng thủ tục hồi quy tuyến tính theo phương pháp bình phương tối thiểu thông thường. Thủ tục này dựa trên nền tảng giả định là: (i) kỳ vọng của sai số (còn gọi là nhiễu, hay phần dư) bằng không ; (ii) sai số có phân phối chuẩn ; (iii) phương sai của sai số không đổi theo thời gian ; (iv) không có tự tương quan trong sai số.

Trong khi giả định sai số tuân theo quy luật phân phối chuẩn rất khó được đáp ứng khi cỡ mẫu nhỏ (dưới 30 quan sát), và hiện tượng phương sai thay đổi chỉ xuất hiện phổ biến trong dữ liệu chéo chứ ít khi xuất hiện trong dữ liệu chuỗi thời gian, thì vấn đề tương quan chuỗi (hay tự tương quan) lại là hiện tượng rất thường gặp trong dữ liệu chuỗi thời gian.

Theo Nguyễn Trọng Hoài (2001), một khi các giả định liên quan đến sai số nêu trên được thỏa mãn, thì chúng ta có thể sử dụng phương trình xu thế của mình cho việc dự báo khoảng. Ngược lại, chúng ta chỉ có thể sử dụng phương trình xu thế của mình cho mục đích dự báo điểm mà thôi⁷⁹.

Do mục đích chủ yếu của chúng ta là tiến hành dự báo (ước lượng) điểm (point estimate) cho chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế, nên những kiểm định nghiêm ngặt về tính đáp ứng các điều kiện liên quan đến sai số dự báo của các mô hình xu thế nêu trên đã không được quan tâm một cách đầy đủ.

Tuy vậy, thông qua việc xem xét đồ thị của phần dư từ một mô hình tiêu biểu, chẳng hạn như mô hình pa-ra-bôn bậc ba trong ví dụ này, chúng ta sẽ đi đến kết luận rằng mô hình này có vi phạm các giả định của phương pháp bình phương tối thiểu hay không. Việc làm này nhằm đảm bảo rằng các phép kiểm định F và t của chúng ta là đáng tin cậy.

⁷⁹ -Dự báo điểm: Kết quả dự báo thể hiện là một con số cụ thể. Dự báo điểm không có độ tin cậy. khi dùng dự báo điểm ta hy vọng giá trị thực tế gần với giá trị dự báo.

-Dự báo khoảng: Kết quả dự báo là một khoảng số. Khi dùng dự báo khoảng ta hy vọng giá trị thực tế của chỉ tiêu cần dự báo rơi vào khoảng dự báo. Dự báo khoảng luôn có độ tin cậy.

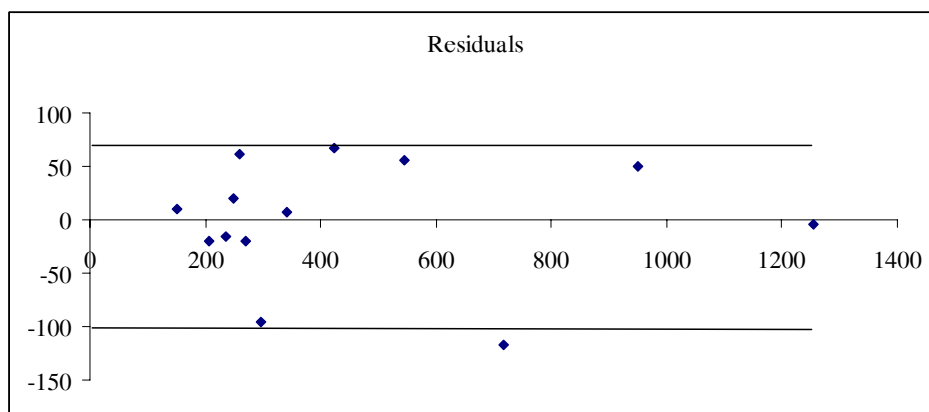
Bảng 3.3 cho thấy kết quả giá trị ước lượng từ mô hình bậc ba và phần dư (sai số) cho bởi thủ tục hồi quy trên Excel

Bảng 3.3. Giá trị ước lượng từ mô hình bậc ba và phần dư tương ứng

RESIDUAL OUTPUT

<i>Observation</i>	<i>Predicted y_i</i>	<i>Residuals</i>
1	149.73	10.27
2	205.22	-20.22
3	235.43	-15.43
4	249.95	20.05
5	258.35	61.65
6	270.20	-20.20
7	295.10	-95.10
8	342.63	7.37
9	422.35	67.65
10	543.86	56.14
11	716.73	-116.73
12	950.55	49.45
13	1254.89	-4.89

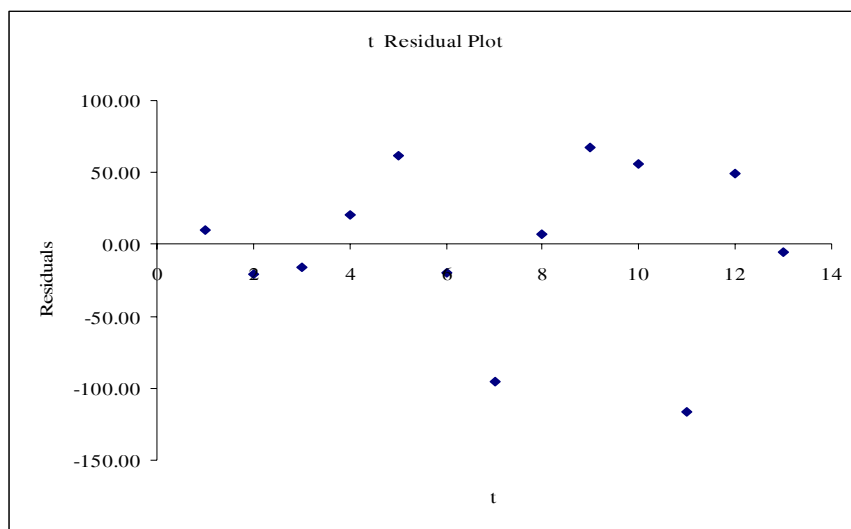
-Ta kiểm tra tính đúng đắn của mô hình bằng cách vẽ đồ thị phần dư theo giá trị ước lượng của biến phụ thuộc từ mô hình (hình 3.17). Ta thấy các chấm dữ liệu trên đồ thị này phân tán khá rộng xung quanh trục 0, và không thể hiện một hình dáng cụ thể nào của mối quan hệ giữa phần dư và giá trị ước lượng của biến phụ thuộc, nên có thể sơ bộ kết luận rằng mô hình đã xây dựng là phù hợp với dữ liệu.



Hình 3.17. Biểu đồ phần dư theo giá trị y ước lượng từ phương trình bậc ba

-Hình 3.17 cũng cho phép kiểm tra mô hình có vi phạm giả định phương sai không đổi hay không. Đồ thị không thể hiện một sự khác biệt lớn nào trong sự biến thiên của phần dư nên ta có thể đi đến kết luận là phần dư có phương sai không đổi.

-Giả định về không tồn tại tự tương quan trong phần dư có thể được kiểm tra bằng cách vẽ đồ thị phần dư theo thời gian. Hình 3.18 không cho thấy một mẫu hình nào của mối liên hệ giữa các phần dư nên có thể kết luận rằng giữa các phần dư không tồn tại tự tương quan



Hình 3.18. Biểu đồ phần dư của phương trình bậc ba theo thời gian

Ta cũng có thể dùng kiểm định Durbin-Watson để kiểm định một cách chính thức là có tồn tại tự tương quan trong phần dư của mô hình hay không. Trị thống kê dùng cho kiểm định này được xác định như sau:

$$D = \frac{\sum_{i=2}^n (e_i - e_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n e_i^2} \quad (3.16)$$

Trong đó:

e_i : Phần dư (sai số) tại quan sát thứ i

n : Số quan sát trong mẫu

Trong thực tế, khi tiến hành kiểm định Durbin-Waston, ta có thể áp dụng quy tắc kinh nghiệm như sau:

Nếu $1 < D < 3$ thì kết luận không có tự tương quan giữa các phần dư

Nếu $0 < D < 1$ thì kết luận có tự tương quan dương giữa các phần dư

Nếu $3 < D < 4$ thì kết luận có tự tương quan âm giữa các phần dư

Bảng 3.4. Bảng tính toán trị thống kê D trên Excel và SPSS

e_i	$(e_i - e_{i-1})^2$	e_i^2
10.27		105.57
-20.22	929.91	408.84
-15.43	22.90	238.23
20.05	1259.15	402.00
61.65	1730.84	3801.14
-20.20	6700.76	408.23
-95.10	5610.02	9044.94
7.37	10501.64	54.36
67.65	3633.04	4576.16
56.14	132.45	3151.57
-116.73	29884.77	13626.66
49.45	27617.06	2445.36
-4.89	2952.91	23.91
Cộng	90975.46	38181.39

$$D = 2.38$$

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.986 ^a	.972	.962	65.224	2.376

a. Predictors: (Constant), T3, T, T2

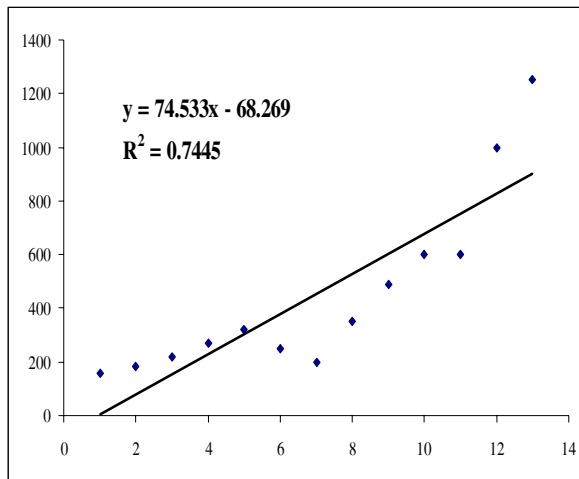
b. Dependent Variable: Lợi nhuận

Bảng 3.4 cho thấy $D = 2,38$, nên kết luận về việc không có tự tương quan giữa các phần dư của mô hình xu thế bậc ba, một lần nữa được khẳng định⁸⁰

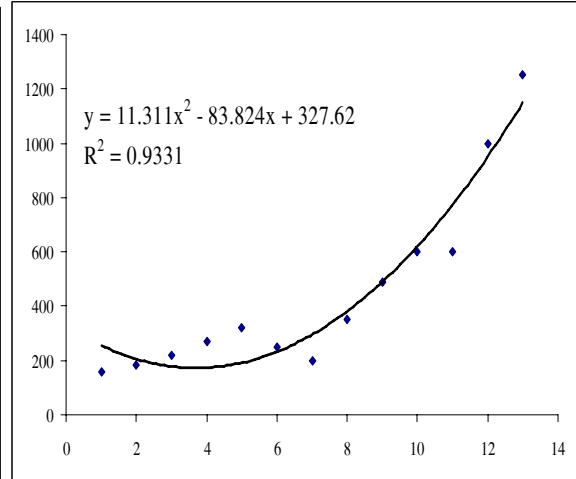
3.2.3. Đo lường sai số dự báo và chọn lựa mô hình dự báo thích hợp nhất

⁸⁰ Mặc dù kiểm định này không đáng tin cậy khi cỡ mẫu nhỏ hơn 15, nhưng kết quả tính toán trị thống kê D và nhận định từ đồ thị phần dư theo thời gian cho thấy mô hình không vi phạm giả định về không có tự tương quan giữa các phần dư.

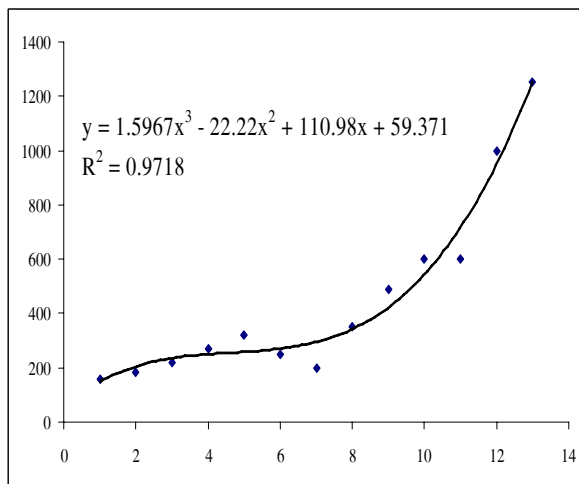
Từ các tính toán ở tiêu mục [3.2.2], các phương trình xu thế và hệ số xác định R^2 tương ứng được trình bày lần lượt trong các hình 3.19(a) ; hình 3.19(b) ; hình 3.19(c) ; và hình 3.19(d). Trong bốn mô hình này, phương trình bậc ba có hệ số xác định R^2 cao hơn cả, nghĩa là nó có khả năng giải thích sự biến thiên của lợi nhuận sau thuế theo thời gian tốt hơn các mô hình còn lại.



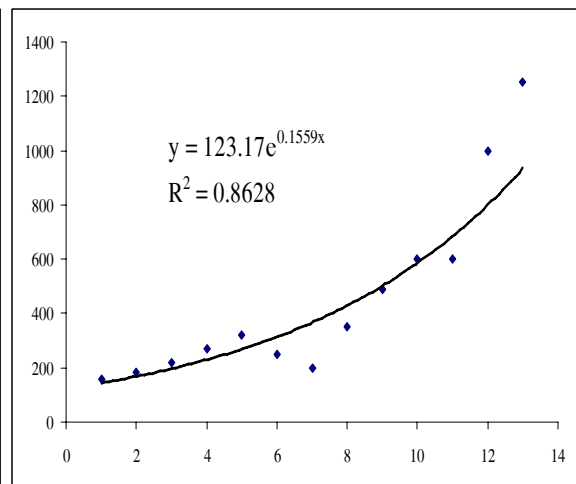
H.3.19(a) Hàm tuyến tính



H.3.19(b) Hàm pa-ra-bôn bậc 2



H.3.19(c) Hàm bậc 3



H.3.19(d) Hàm số mũ

Hình 3.19. Các phương trình xu thế mô tả biến động của dãy số tiền sử

Nếu thẩm định viên sử dụng phần mềm thống kê chuyên dụng SPSS thì sẽ có thể tiết kiệm được nhiều công sức so với thao tác trên bảng tính Excel, bởi SPSS

cung cấp những tiện ích mang tính chuyên nghiệp hơn. Bảng 3.5 trình bày kết quả hồi quy theo 4 mô hình nêu trên từ SPSS ; Hình 3.20 biểu diễn các đường xu thế theo 4 mô hình này được tạo lập bằng thủ tục *Curve Estimation* trên SPSS

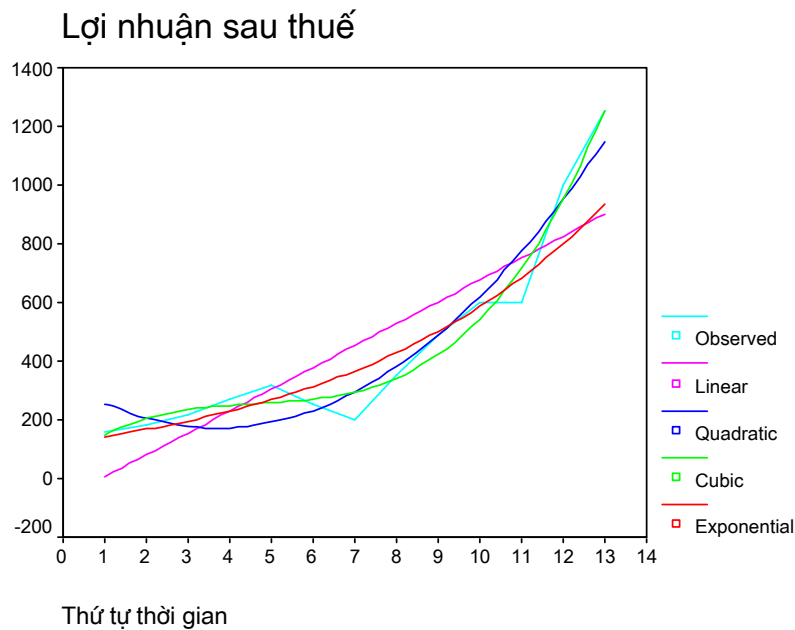
Bảng 3.5. Kết quả hồi quy 4 mô hình (từ SPSS)

Curve Fit

MODEL: MOD_1.

Independent: Time

Dependent	Mth	Rsq	d.f.	F	Sigf	b0	b1	b2	b3
Y	LIN	.745	11	32.06	.000	-68.269	74.5330		
Y	QUA	.933	10	69.79	.000	327.622	-83.824	11.3112	
Y	CUB	.972	9	103.40	.000	59.3706	110.978	-22.220	1.5967
Y	EXP	.863	11	69.18	.000	123.168	.1559		



Hình 3.20. Các đường xu thế mô tả biến động của dãy số tiền sử (từ SPSS)

Kết quả dự báo bằng phương pháp ngoại suy giản đơn các mô hình xu thế khác nhau nêu trên được tóm tắt trong bảng 3.6. Kết quả dự báo này bao gồm hai giai đoạn: (i) dự báo hậu nghiệm cho hai năm 2005 và 2006 ; (ii) dự báo tiền nghiệm cho các năm từ 2007 đến 2011. Trong giai đoạn dự báo hậu nghiệm, tính

phù hợp của các mô hình được kiểm tra thông qua việc so sánh các giá trị dự báo từ mô hình (\hat{y}_{2005} ; \hat{y}_{2006}) và các giá trị thực tế đã có trên dãy số tiền sử (y_{2005} ; y_{2006}). Kết quả so sánh cho thấy phương trình xu thế bậc ba cho phép đạt được kết quả dự báo rất sát với giá trị thực tế.

Bảng 3.6. Kết quả dự báo về lợi nhuận ròng của doanh nghiệp

Năm				ti	yi	Giá trị dự báo theo các mô hình			
						Tuyến tính	Bậc hai	Bậc ba	Hàm mũ
1992	Dãy số tiền sử (từ 1992 đến 2006)	Giai đoạn ước lượng	Dự báo trong mẫu (1992-2004)	1	160	6	255	150	144
1993				2	185	81	205	205	168
1994				3	220	155	178	235	197
1995				4	270	230	173	250	230
1996				5	320	304	191	258	269
1997				6	250	379	232	270	314
1998				7	200	453	295	295	367
1999				8	350	528	381	343	429
2000				9	490	603	489	422	501
2001				10	600	677	620	544	585
2002				11	600	752	774	717	684
2003				12	1000	826	951	951	800
2004				13	1250	901	1150	1255	934
2005	Giai đoạn dự báo	Ex-post	14	1600	975	1371	1639	1092	
2006			15	2100	1050	1615	2113	1276	
2007		Ex-ante (Dự báo tiên nghiệm)	16		1124	1882	2687	1491	
2008			17		1199	2171	3369	1743	
2009			18		1273	2484	4170	2037	
2010			19		1348	2818	5098	2381	
2011	20			1422	3176	6165	2782		

Sai số dự báo của các mô hình được đo lường bằng ba chỉ tiêu là MAE, RMSE và MAPE. Kết quả trình bày trong bảng 3.7 cho thấy phương trình bậc ba có sai số dự báo thấp nhất, nghĩa là nó là mô hình thích hợp nhất để dự báo lợi nhuận sau thuế so với ba mô hình còn lại

Bảng 3.7. Đo lường sai số dự báo của các mô hình

Chỉ tiêu	Các mô hình dự báo			
	Tuyến tính	Bậc hai	Bậc ba	Hàm mũ
MAE	139	67	42	83
RMSE	163	84	54	121
MAPE	41.3%	21.1%	12.1%	19.7%

3.2.4. Hiệu chỉnh kết quả dự báo

Dựa trên những phân tích ở tiêu mục [3.2.3], mô hình dự báo bằng phương pháp ngoại suy gián đơn phương trình xu thế bậc ba được chúng ta lựa chọn để tiến hành dự báo lợi nhuận sau thuế trong các năm tương lai (từ 2007 đến 2011), nhằm làm cơ sở cho việc xác định dòng lưu kim lợi tức cổ phần kỳ vọng, phục vụ cho việc thẩm định giá của doanh nghiệp này theo mô hình chiết khấu cổ tức (DDM).

Tuy nhiên, kết quả dự báo điểm từ phương trình bậc ba nêu trên chỉ là kết quả dự báo định lượng. Kết quả này không nên được xem là điểm kết thúc, mà thực chất, chỉ mới là điểm khởi đầu của quá trình dự báo. Các thẩm định viên cần thu thập thêm thông tin về thực trạng và triển vọng của doanh nghiệp nói riêng, và cả ngành kinh doanh nói chung, kết hợp với sự hiểu biết sâu sắc tình hình thực tiễn và sự nhạy bén của mình để có những điều chỉnh lợi nhuận dự báo các năm tương lai một cách thích hợp.

Nếu chúng ta mở rộng phân tích này cho các mục đích thẩm định giá khác (thí dụ như sử dụng biến thể DDM để thẩm định giá một công ty cổ phần đã niêm yết có quá trình chi trả cổ tức trong nhiều năm qua cho mục tiêu sáp nhập và hợp nhất), thì chúng ta vẫn có thể căn cứ vào số liệu lịch sử về cổ tức để dự báo trực tiếp dòng lưu kim lợi tức cổ phần trong tương lai của doanh nghiệp. Nói cách khác, quy trình dự báo theo mô hình dãy số thời gian đã nêu ở trên có thể được vận dụng trong trường hợp này một cách tương tự.

Mặt khác, nếu điều kiện cho phép thu thập được dữ liệu về lợi nhuận sau thuế theo quý, thì chúng ta có thể xem xét tính thời vụ trong biến động của dãy số lợi nhuận này, và tiến hành dự báo lợi nhuận các quý tương lai bằng các mô hình dự báo có xét đến biến động thời vụ của dãy số (chẳng hạn như mô hình cộng hoặc

mô hình nhân), rồi từ đó ước tính được lợi nhuận cả năm trong các năm tương lai của doanh nghiệp. Cách làm này đặc biệt thích hợp đối với những doanh nghiệp chịu tác động đáng kể của nhiều yếu tố khác nhau, trong đó có yếu tố thời vụ, yếu tố chu kỳ, và yếu tố xu thế.