

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH DOANH VÀ CÔNG NGHỆ HÀ NỘI
KHOA TÀI CHÍNH

GIÁO TRÌNH
ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN

Chủ biên: TS. Nguyễn Văn Trong

Hà Nội, 2010

CHƯƠNG BỐN

CÁC PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

I. GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ NHU CẦU XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

1. Giá trị doanh nghiệp

Doanh nghiệp là thuật ngữ dùng để chỉ các tổ chức kinh tế, mà theo đó, người ta có thể phân biệt được với các loại hình kinh doanh có quy mô quá nhỏ. Một tổ chức kinh tế được gọi là "doanh nghiệp" nếu nó được sự thừa nhận về mặt pháp luật trên một số tiêu chuẩn nhất định.

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

a. Giống như các hàng hoá thông thường khác, doanh nghiệp là đối tượng của các giao dịch: mua bán, hợp nhất, chia nhỏ... quá trình hình thành giá cả và giá trị đối với loại hàng hoá đặc biệt này cũng không nằm ngoài sự chi phối của các quy luật giá trị, quy luật cung cầu, quy luật cạnh tranh... Vì vậy, xét về mặt lý thuyết, các kỹ thuật đánh giá giá trị đối với những hàng hoá thông thường hoàn toàn có thể vận dụng được cho hàng hoá "doanh nghiệp".

b. Giống như BĐS, mỗi doanh nghiệp là một tài sản duy nhất. Mỗi doanh nghiệp có quy mô và cơ cấu tài sản khác nhau, có vị trí và trụ sở kinh doanh riêng biệt và độc lập, có cơ cấu quản trị và sự tác động của môi trường khác nhau. Không có 2 doanh nghiệp giống nhau hoàn toàn. Vì vậy, việc ấn định giá trị của doanh nghiệp này với doanh nghiệp khác chỉ nên coi là kỹ thuật có tính chất tham chiếu.

c. Doanh nghiệp không phải là một kho hàng, doanh nghiệp không đơn giản là tập hợp của những tài sản vô tri vô giác, giá trị sử dụng của chúng bị giảm dần theo thời gian. Doanh nghiệp là tổ chức kinh tế. Nó là một thực thể hoạt động. Theo năm tháng chúng còn có thể hoàn chỉnh và phát triển trong tương lai. Sự phát triển của nó tùy thuộc vào mối quan hệ với môi trường. Vì vậy, đánh giá về doanh nghiệp nói chung, đánh giá về giá trị doanh nghiệp nói riêng, đòi hỏi phải xem xét tất cả các mối quan hệ bên trong và bên ngoài. Nghĩa là, đánh giá về doanh nghiệp không chỉ đơn thuần nội dung đánh giá tài sản, mà điều quan trọng hơn là phải đánh giá về mặt tổ chức.

d. Con người muốn sở hữu doanh nghiệp là vì lợi nhuận. Việc sở hữu các tài sản cố định, tài sản lưu động hay sở hữu một bộ máy kinh doanh, chỉ là cách thức, là phương tiện để đạt mục tiêu là lợi nhuận mà thôi. Tiêu chuẩn để nhà đầu tư đánh giá hiệu quả hoạt động, quyết định bỏ vốn và đánh giá giá trị doanh nghiệp là các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai.

Kết luận:

- Giá trị doanh nghiệp là sự biểu hiện bằng tiền về các khoản thu nhập mà doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư trong quá trình kinh doanh.

- Xét về mặt nguyên lý, một phương pháp định giá doanh nghiệp được thừa nhận là có cơ sở khoa học rõ ràng, chặt chẽ và có thể chấp nhận được, thì trước hết nó phải thuộc vào một trong hai cách tiếp cận, đó là:

- + Đánh giá giá trị các tài sản và giá trị của yếu tố tổ chức - các mối quan hệ.
- + Lượng hoá các khoản thu nhập mà doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư.

2. Nhu cầu xác định giá trị doanh nghiệp

Trong nền kinh tế thị trường, nhu cầu đánh giá và xác định giá trị đối với loại hàng hoá này là một đòi hỏi hoàn toàn tự nhiên. Trong điều hành kinh tế vĩ mô cũng như trong hoạt động quản trị kinh doanh luôn cần thiết thông tin về giá trị doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp là mối quan tâm của các pháp nhân và thể nhân có lợi ích liên quan, gắn bó trực tiếp đến các doanh nghiệp được đánh giá. Tổng kết lại, nhu cầu xác định giá trị doanh nghiệp được xuất phát từ các yêu cầu quản lý và các giao dịch:

- Định giá doanh nghiệp xuất phát từ yêu cầu của hoạt động mua bán, sáp nhập, hợp nhất hoặc chia nhỏ doanh nghiệp. Đây là loại giao dịch diễn ra có tính chất thường xuyên và phổ biến trong cơ chế thị trường, phản ánh nhu cầu về đầu tư trực tiếp và SXKD, nhu cầu tài trợ cho sự tăng trưởng và phát triển bằng các yếu tố bên ngoài, nhằm tăng cường khả năng tồn tại trong môi trường tự do cạnh tranh. Để thực hiện các giao dịch đó, đòi hỏi phải có sự đánh giá trên một phạm vi rộng lớn các yếu tố tác động tới doanh nghiệp, trong đó, giá trị doanh nghiệp là một yếu tố có tính chất quyết định, là căn cứ trực tiếp để người ta thương thuyết với nhau trong tiến trình giao dịch mua bán, sáp nhập, hợp nhất, chia nhỏ doanh nghiệp.

- Giá trị doanh nghiệp là loại thông tin quan trọng để các nhà quản trị phân tích đánh giá trước khi ra các quyết định về kinh doanh và tài chính có liên quan đến doanh nghiệp được đánh giá. Nội dung cơ bản của quản trị tài chính doanh nghiệp, xét cho cùng là phải tăng được giá trị doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp là sự phản ánh năng lực tổng hợp, phản ánh khả năng tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Vì vậy, căn cứ vào đây các nhà quản trị kinh doanh có thể thấy được khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp mình, khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp khác. Theo đó, giá trị doanh nghiệp là một căn cứ thích hợp, là cơ sở để đưa ra các quyết định về kinh doanh, về tài chính... một cách đúng đắn.

- Trong cách nhìn của các nhà đầu tư, của người cung cấp, thông tin về giá trị doanh nghiệp của người ta một sự đánh giá tổng quát về uy tín kinh doanh, về khả năng tài chính và vị thế tín dụng để từ đó có cơ sở đưa ra các quyết định về kinh doanh, về tài chính... một cách đúng đắn.

- Trong cách nhìn của các nhà đầu tư, của người cung cấp, thông tin về giá trị doanh nghiệp cho người ta một sự đánh giá tổng quát về uy tín kinh doanh, về khả năng tài chính và vị thế tín dụng cho doanh nghiệp nữa hay không.

- Giá trị doanh nghiệp là loại thông tin quan trọng trong quản lý kinh tế vĩ mô: Giá cả của các loại chứng khoán được quyết định bởi giá trị thực của doanh nghiệp có chứng

khoán được trao đổi, mua bán trên thị trường. Vì vậy, trên phương diện quản lý kinh tế vĩ mô, thông tin về giá trị doanh nghiệp là một căn cứ quan trọng để các nhà hoạch định chính sách, các tổ chức, các hiệp hội kinh doanh chứng khoán đánh giá tính ổn định của thị trường, nhận dạng hiện tượng đầu cơ, thao túng thị trường, thu tóm quyền kiểm soát doanh nghiệp... để từ đó có thể đưa ra các chính sách điều tiết thị trường một cách phù hợp. Ngoài ra, trong quá trình chuyển đổi cơ chế quản lý kinh tế, xác định giá trị doanh nghiệp còn là một bước đi quan trọng để các quốc gia tiến hành cải cách DNNN, như: cổ phần hoá, sáp nhập, hợp nhất hay giao, bán, khoán và cho thuê.

Có thể nói, các hoạt động quản lý và những giao dịch kinh tế thông thường trong cơ chế thị trường đã đặt ra yêu cầu cần thiết phải xác định giá trị doanh nghiệp. Đó có thể là những yêu cầu có tính chất tình huống, cũng có thể là đòi hỏi có tính chất thường nhật trong hoạt động SXKD. Chúng là mối quan tâm của 3 loại chủ thể, đó là Nhà nước, nhà đầu tư và nhà quản trị doanh nghiệp. Định giá doanh nghiệp, vì vậy là một đòi hỏi tất yếu đối với các quốc gia muốn xây dựng và phát triển kinh tế theo cơ chế thị trường.

II. CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG TỚI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP.

Giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng thu nhập mà doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư. Nhưng doanh nghiệp có thể tạo ra thu nhập hay không có độ lớn của thu nhập ở mức độ nào lại tùy thuộc vào tất cả các yếu tố như: vốn liếng, tài sản, kỹ thuật, vị trí... và khả năng thích ứng của nó với các yếu tố môi trường bên ngoài. Khái quát lại các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp, bao gồm:

1. Các yếu tố thuộc về nội tại doanh nghiệp

a. Hiện trạng về tài sản trong doanh nghiệp

Khi xác định giá trị doanh nghiệp, bao giờ người ta cũng quan tâm ngay đến hiện trạng tài sản doanh nghiệp, vì hai lý do chủ yếu:

- *Thứ nhất:* Tài sản của một doanh nghiệp là biểu hiện của yếu tố vật chất cần thiết, tối thiểu đối với quá trình sản xuất kinh doanh. Số lượng, chất lượng, trình độ kỹ thuật và tính đồng bộ của các loại tài sản là yếu tố quyết định đến số lượng và chất lượng sản phẩm mà doanh nghiệp sản xuất ra. Tức là khả năng cạnh tranh và khả năng thu lợi nhuận của doanh nghiệp phụ thuộc một cách trực tiếp và có tính chất quyết định vào yếu tố này.

- *Thứ hai:* Giá trị các tài sản của doanh nghiệp được coi là một căn cứ và là một sự đảm bảo rõ ràng nhất về giá trị doanh nghiệp. Vì thay cho việc dự báo các khoản thu nhập tiềm năng thì người sở hữu có thể bán chúng bất cứ lúc nào để nhận về một khoản thu nhập từ những tài sản đó.

Xuất phát từ hai lý do chủ yếu này mà trong thực tế, khi vận dụng, các phương pháp, người ta thường đánh giá cao các phương pháp có liên quan trực tiếp đến xác định giá trị tài sản của doanh nghiệp.

b. Vị trí kinh doanh.

- Vị trí kinh doanh có ý nghĩa quan trọng đối với sản xuất kinh doanh. Vị trí kinh doanh được đặc trưng bởi các yếu tố như địa điểm, diện tích của doanh nghiệp và các chi nhánh thuộc doanh nghiệp, yếu tố địa hình, thời tiết...

- Một doanh nghiệp, nhất là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thương mại, dịch vụ, được đặt gần đô thị, các nơi đông dân cư, các trung tâm buôn bán lớn và các đầu mối giao thông quan trọng có thể đem lại rất nhiều lợi thế cho doanh nghiệp. Với vị trí thuận lợi, doanh nghiệp có thể giảm được nhiều khoản mục chi phí chủ yếu như: Chi phí vận chuyển, bảo quản, chi phí lưu kho, chi phí giao dịch... Đồng thời, doanh nghiệp có những thuận lợi lớn để tiếp cận và nắm bắt nhanh chóng nhu cầu, thị hiếu của thị trường, thực hiện tốt các dịch vụ hậu thương mại... Tuy nhiên với vị trí đó, cũng có thể kéo theo sự gia tăng một số khoản chi phí như chi phí thuê văn phòng giao dịch, thuê lao động và một số khoản chi phí tăng thêm bởi có những yêu cầu khắt khe hơn của Nhà nước đối với việc xử lý ô nhiễm môi trường v.v...

Những thuận lợi và bất lợi cơ bản của yếu tố vị trí đối với sản xuất kinh doanh là lý do chủ yếu giải thích sự chênh lệch về giá cả đất đai, giá thuê nhà giữa các khu vực với nhau. Và cũng chính vì thế, khi nói về yếu tố lợi thế thương mại người ta thường trước hết đề cập đến yếu tố vị trí. Trong thực tế, do sự khác nhau về vị trí kinh doanh mà có sự chênh lệch rất lớn khi đánh giá về giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, vị trí kinh doanh cần được coi là một trong các yếu tố quan trọng hàng đầu khi đưa ra phân tích, đánh giá giá trị doanh nghiệp.

c. Uy tín doanh nghiệp

Uy tín kinh doanh là sự đánh giá của khách hàng về sản phẩm của doanh nghiệp nhưng nó lại được hình thành bởi nhiều yếu tố khác nhau từ bên trong doanh nghiệp, như: Do chất lượng sản phẩm cao, do trình độ và năng lực quản trị kinh doanh giỏi, do thái độ phục vụ tận tình của nhân viên...

Trong thực tế, có những doanh nghiệp trong nước có thể sản xuất những mặt hàng có chất lượng không thua kém hàng nước ngoài nhưng không thể bán với giá cao như mặt hàng đó, bởi chưa gây dựng được uy tín với khách hàng.

Như vậy, có thể thấy rằng, khi sản phẩm của doanh nghiệp đã được đánh giá cao trong con mắt của khách hàng, thì uy tín trở thành một tài sản thực sự, chúng có giá và người ta gọi đó là giá trị của nhãn mác. Trong nền kinh tế thị trường, người ta có thể mua bán quyền dán nhãn mác sản phẩm, quyền dán nhãn mác nhiều khi được đánh giá rất cao. Chính vì thế, uy tín của doanh nghiệp được đông đảo các nhà kinh tế thừa nhận là một yếu tố quan trọng góp phần làm nên giá trị doanh nghiệp.

d. Trình độ kỹ thuật và tay nghề người lao động

Chất lượng sản phẩm của doanh nghiệp, một mặt phụ thuộc trình độ kỹ thuật công nghệ của máy móc thiết bị. Mặt khác, phụ thuộc vào trình độ kỹ thuật và tay nghề người lao động.

Trình độ kỹ thuật và sự lành nghề của người lao động không chỉ có ý nghĩa quan trọng đối với việc nâng cao chất lượng sản phẩm mà còn có thể làm giảm chi phí sản xuất kinh doanh do việc sử dụng hợp lý nguyên nhiên vật liệu... trong quá trình sản xuất, giảm được chi phí đào tạo, bồi dưỡng, từ đó góp phần nâng cao thu nhập cho doanh nghiệp.

Đánh giá về trình độ kỹ thuật và tay nghề của người lao động không chỉ xem ở bằng cấp, bậc thợ và số lượng lao động đạt được các tiêu chuẩn đó mà quan trọng hơn, trong điều kiện hiện nay, còn cần phải xem xét hàm lượng tri thức có trong mỗi sản phẩm mà doanh nghiệp sản xuất ra. Với ý nghĩa như thế, khi đánh giá khả năng tồn tại và phát triển, khả năng sáng tạo ra lợi nhuận, cần thiết phải xét đến trình độ kỹ thuật và tay nghề của người lao động, coi chúng như một yếu tố nội tại quyết định đến giá trị của doanh nghiệp.

e. Năng lực quản trị kinh doanh

Trong điều kiện ngày nay, một doanh nghiệp muốn tồn tại và phát triển lâu dài phải có một bộ máy quản lý sản xuất kinh doanh đủ mạnh giúp cho nó có khả năng sử dụng một cách tốt nhất các nguồn lực cho quá trình sản xuất, biết tận dụng mọi tiềm năng và cơ hội nảy sinh, ứng phó một cách linh hoạt với những biến động của môi trường. Vì lý do đó, năng lực quản trị kinh doanh luôn được nhắc tới như một yếu tố đặc biệt quan trọng tác động tới giá trị doanh nghiệp.

Quản trị kinh doanh là một khái niệm rộng lớn. Năng lực quản trị kinh doanh của một doanh nghiệp cần được đánh giá theo các nội dung cơ bản của hoạt động quản trị bao gồm sự đánh giá về khả năng hoạch định chiến lược, chiến thuật, trình độ tổ chức bộ máy quản lý, năng lực quản trị các yếu tố đầu vào và đầu ra của quá trình sản xuất, khả năng quản trị nguồn nhân lực v.v...

Năng lực quản trị kinh doanh là một yếu tố định tính nhiều hơn là định lượng. Vì vậy, khi đánh giá cần phải xem xét chúng dưới sự tác động của môi trường. Ngoài ra, năng lực quản trị kinh doanh tổng hợp còn được thể hiện thông qua hệ thống các chỉ tiêu tài chính doanh nghiệp. Do đó, thực hiện phân tích một cách toàn diện tình hình tài chính trong những năm gần với thời điểm đánh giá cũng có thể cho phép rút ra những kết luận quan trọng về năng lực quản trị và sự tác động của nó đến giá trị doanh nghiệp.

Tóm lại:

- Giá trị doanh nghiệp chịu sự tác động của nhiều yếu tố, bao gồm các yếu tố bên trong và bên ngoài. 13 yếu tố đã nêu là cơ sở để xây dựng và lựa chọn các tiêu chí cần thiết cho việc đánh giá, là căn cứ để các bên có liên quan thảo luận, xác định phạm vi và đánh giá một cách có hệ thống về từng điểm mạnh, điểm yếu của doanh nghiệp.

- Sự phân biệt giữa các yếu tố là có tính chất tương đối. Hơn nữa, phần lớn các yếu tố đều được xác định về mặt định tính nhiều hơn định lượng. Do vậy, ước lượng mức độ tác động của chúng, người ta thường phải sử dụng các phương pháp đánh giá mang nhiều tính chủ quan. Đó cũng là một trong những lý do chính giải thích sự chênh lệch

rất lớn về kết quả đánh giá giữa các chuyên gia kinh tế với nhau, là lý do giải thích sự phức tạp trong việc xác định giá trị doanh nghiệp.

- Giá trị doanh nghiệp chỉ đơn giản là khoản thu nhập mà doanh nghiệp đem lại cho nhà đầu tư. Do đó, cần có sự phân biệt một cách rõ ràng các yếu tố tác động với các yếu tố cấu thành giá trị doanh nghiệp, làm cơ sở để xây dựng các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp.

2. Các yếu tố thuộc về môi trường kinh doanh.

Môi trường kinh doanh là yếu tố ảnh hưởng có tính khách quan, về cơ bản chúng vượt khỏi tầm kiểm soát của doanh nghiệp. Để tồn tại và phát triển được, cũng giống như trong khoa học tự nhiên, doanh nghiệp phải tìm cách thích nghi với môi trường.

Môi trường kinh doanh được chia thành hai loại:

a. Môi trường kinh doanh tổng quát:

Thuộc về môi trường kinh doanh tổng quát, có: môi trường kinh tế, môi trường chính trị, môi trường văn hoá - xã hội và môi trường kỹ thuật.

**** Môi trường kinh tế:***

Doanh nghiệp bao giờ cũng tồn tại trong một bối cảnh kinh tế cụ thể. Bối cảnh kinh tế đó được nhìn nhận thông qua hàng loạt các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như: tốc độ tăng trưởng kinh tế, chỉ số giá cả, tỷ giá ngoại tệ, tỷ suất đầu tư, các chỉ số trên thị trường chứng khoán... Mặc dù môi trường kinh tế mang tính chất như yếu tố khách quan ảnh hưởng của chúng tới giá trị doanh nghiệp lại là sự tác động trực tiếp.

Mỗi sự thay đổi nhỏ của yếu tố này bao giờ cũng ảnh hưởng tới sự đánh giá về doanh nghiệp: nền kinh tế luôn tăng trưởng với tốc độ cao, phản ánh nhu cầu đầu tư và tiêu dùng ngày càng lớn. Chỉ số giá chứng khoán phản ứng đúng quan hệ cung cầu, đồng tiền ổn định, tỷ giá và lãi suất có tính kích thích đầu tư sẽ trở thành cơ hội tốt cho doanh nghiệp mở rộng quy mô SXKD. Ngược lại, sự suy thoái kinh tế, giá chứng khoán ảo, lạm phát phi mã... là biểu hiện môi trường tồn tại của doanh nghiệp đang bị lung lay tận gốc. Mọi sự đánh giá về doanh nghiệp, trong đó có giá trị doanh nghiệp sẽ bị đảo lộn hoàn toàn.

**** Môi trường chính trị.***

Sản xuất kinh doanh chỉ có thể ổn định và phát triển trong môi trường có sự ổn định về chính trị ở mức độ nhất định. Chiến tranh sắc tộc, tôn giáo, sự lỏng lẻo của Mafia và những yếu tố trật tự an toàn xã hội khác bao giờ cũng tác động xấu đến mọi mặt đời sống xã hội chứ không riêng gì với SXKD.

Các yếu tố của môi trường chính trị có sự gắn bó chặt chẽ, tác động trực tiếp đến SXKD bao gồm:

- Tính đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và chi tiết của hệ thống luật pháp.
- Quan điểm tư tưởng của Nhà nước đối với SXKD thông qua hệ thống các văn bản pháp quy, như: Quản điểm bảo vệ sản xuất, đầu tư, tiêu dùng... thể hiện trong luật thuế, luật cạnh tranh, luật sở hữu trí tuệ...

- Năng lực hành pháp của Chính phủ và ý thức chấp hành pháp luật của các công dân và các tổ chức sản xuất: Pháp luật đã ban hành nhưng không trở thành hiện thực, tệ nạn buôn lậu, trốn thuế, hàng giả nhái lại mác tràn lan... là biểu hiện một môi trường chính trị gây bất lợi cho sản xuất.

Có thể thấy rằng, cũng như môi trường kinh tế, môi trường chính trị có vai trò như những điều kiện thiết yếu, tối thiểu để doanh nghiệp có thể hoạt động. Và do vậy, đánh giá về doanh nghiệp bao giờ cũng phải nhìn nhận trước hết từ các yếu tố này.

*** *Môi trường văn hoá - xã hội.***

- Môi trường văn hoá được đặc trưng bởi những quan niệm, những hệ tư tưởng của cộng đồng về lối sống, đạo đức.... Thể hiện trong quan niệm về "chân, thiện, mỹ"- quan niệm về nhân cách, văn minh xã hội, thể hiện trong tập quán sinh hoạt và tiêu dùng. Đó được gọi là những giá trị văn hoá.

Môi trường xã hội thể hiện ở số lượng và cơ cấu dân cư, giới tính, độ tuổi, mật độ, sự gia tăng dân số, thu nhập bình quân đầu người và hàng loạt các vấn đề mới nảy sinh như ô nhiễm môi trường, tài nguyên cạn kiệt...

SXKD có mục tiêu xuyên suốt là lợi nhuận cũng không thể tách rời môi trường văn hoá - xã hội. Trên phương diện xã hội, doanh nghiệp ra đời là để đáp ứng những đòi hỏi ngày càng cao trong đời sống vật chất và tinh thần của cộng đồng nơi doanh nghiệp hoạt động. Chính vì thế, đánh giá về doanh nghiệp không thể bỏ qua những yếu tố, những đòi hỏi bức xúc của môi trường văn hoá - xã hội trong hiện tại mà có phải thực hiện dự báo được sự ảnh hưởng của yếu tố này đến SXKD của doanh nghiệp trong tương lai.

*** *Môi trường khoa học - công nghệ***

Sự tác động của kỹ thuật- công nghệ đang làm thay đổi một cách căn bản các điều kiện về quy trình công nghệ và phương thức tổ chức SXKD trong các doanh nghiệp. Sản phẩm sản xuất ra ngày càng đa dạng, phong phú, đáp ứng nhu cầu ngày càng cao trong đời sống vật chất và tinh thần. Hàm lượng tri thức của khuynh hướng chiếm ưu thế tuyệt đối trong giá bán sản phẩm.

Trên bình diện xã hội, đó là những bước tiến nhảy vọt của nền văn minh nhân loại. Song, ở góc độ doanh nghiệp, đó không chỉ là cơ hội mà còn là thách thức đối với sự tồn tại của mỗi doanh nghiệp. Sự thiếu nhạy bén trong việc chiếm lĩnh những thành tựu khoa học mới nhất có thể là nguyên nhân đưa doanh nghiệp mau chóng đến chỗ phá sản. Chính vì lẽ đó, khi đánh giá về doanh nghiệp, đòi hỏi phải chỉ ra mức độ tác động của môi trường này đến SXKD và khả năng thích ứng của doanh nghiệp trước những bước phát triển mới của khoa học và công nghệ.

b. Môi trường đặc thù.

So với môi trường tổng quát, môi trường đặc thù bao gồm các yếu tố tác động đến doanh nghiệp mang tính trực tiếp và rõ rệt hơn. Hơn nữa, với các yếu tố này, doanh nghiệp còn có thể kiểm soát chúng ở một mức độ nhất định. Thuộc môi trường đặc thù

có các yếu tố về khách hàng, nhà cung cấp, các hãng cạnh tranh và các cơ quan Nhà nước.

**** Quan hệ doanh nghiệp với khách hàng.***

Thị trường là yếu tố quyết định đến đầu ra đối với sản phẩm của doanh nghiệp. Thị trường đối với doanh nghiệp thể hiện bằng yếu tố khách hàng. Khách hàng của doanh nghiệp có thể là các cá nhân, các doanh nghiệp khác hoặc Nhà nước. Họ có thể là khách hàng hiện tại nhưng cũng có thể là khách hàng trong tương lai.

Thông thường khách hàng sẽ chi phối hoạt động của doanh nghiệp. Nhưng cũng có những trường hợp khách hàng lại bị lệ thuộc vào khả năng cung cấp của doanh nghiệp. Do vậy, muốn đánh giá đúng khả năng phát triển, mở rộng SXKD của doanh nghiệp, cần phải xác định tính chất, mức độ bền vững và uy tín của doanh nghiệp trong quan hệ với khách hàng. Uy tín tốt của doanh nghiệp với khách hàng có được không phải một sớm một chiều và do nhiều yếu tố hình thành. Song để đánh giá chúng người ta thường kể đến: Sự trung thành và thái độ của khách hàng, số lượng và chất lượng khách hàng, tiếng tăm và các mối quan hệ tốt và khả năng phát triển các mối quan hệ đó với họ. Tuy nhiên, căn cứ có sức thuyết phục cao nhất cho sự đánh giá đó là ở thị phần hiện tại, thị phần tương lai, doanh số bán ra và tốc độ tiến triển của các chỉ tiêu đó qua các thời kỳ kinh doanh khác nhau của doanh nghiệp.

**** Quan hệ doanh nghiệp với nhà cung cấp***

Doanh nghiệp thường phải trông đợi sự cung cấp từ phía bên ngoài các loại hàng hoá, nguyên vật liệu, các dịch vụ điện, nước, thông tin, tư vấn... Tính ổn định của nguồn cung cấp có ý nghĩa quan trọng, đảm bảo cho sản xuất và tiêu thụ được thực hiện theo yêu cầu mà doanh nghiệp định ra.

Trong mối quan hệ với nhà cung cấp, doanh nghiệp đóng vai trò như một "thượng đế". Tuy nhiên, có thể do tính chất khan hiếm vật tư đầu vào, do số lượng nhà cung cấp không đủ lớn, do sự câu kết giữa họ với nhau, do mua với số lượng nhỏ hoặc do các nguyên nhân khác mà trong nhiều trường hợp "thượng đế" cũng có thể bị sai khiến. Từ đó, đánh giá khả năng đáp ứng các yếu tố đầu vào đảm bảo cho SXKD có thể ổn định phải xem xét đến: Sự phong phú của các nguồn cung cấp, số lượng, chủng loại các nguyên liệu có thể thay thế được cho nhau, khả năng đáp ứng lâu dài cho doanh nghiệp rồi mới kể đến tính kịp thời, chất lượng và giá cả sản phẩm.

**** Các hãng cạnh tranh***

Được sự ủng hộ từ phía Nhà nước trong hầu hết các lĩnh vực kinh tế, mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trên thị trường trong nước và quốc tế ngày càng trở nên quyết liệt hơn. Sự quyết liệt trong môi trường cạnh tranh được coi là mối nguy cơ trực tiếp đến sự tồn tại của doanh nghiệp. Do đó, đánh giá năng lực cạnh tranh, ngoài việc xem xét trên 3 tiêu chuẩn: giá cả, chất lượng sản phẩm và dịch vụ hậu thương mại còn phải xác định được số lượng doanh nghiệp tham gia cạnh tranh, năng lực thực sự và thế mạnh của họ là gì. Đồng thời phải chỉ ra được những yếu tố và những mầm mống có thể

làm xuất hiện các đối thủ mới. Có như thế mới kết luận được đúng đắn về vị thế và khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị trường.

*** Các cơ quan Nhà nước**

Trong cơ chế thị trường, về cơ bản, doanh nghiệp được quyền chủ động hoàn toàn đối với SXKD. Tuy nhiên, sự hoạt động của doanh nghiệp luôn phải được đặt dưới sự kiểm tra, giám sát của các cơ quan Nhà nước như: Cơ quan thuế, cơ quan thanh tra, các tổ chức công đoàn... Các tổ chức này có bốn phận kiểm tra, giám sát, đảm bảo cho sự hoạt động của doanh nghiệp không vượt ra khỏi những quy ước xã hội thể hiện trong luật thuế, luật môi trường, luật cạnh tranh, luật lao động....

Doanh nghiệp có quan hệ tốt đẹp với các tổ chức đó thường là những doanh nghiệp thực hiện tốt nghĩa vụ của mình đối với xã hội, như nộp thuế đầy đủ, đúng hạn, chấp hành tốt luật lao động, quan tâm giải quyết vấn đề môi trường sinh thái... Đó cũng thường là biểu hiện của những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính vững mạnh, lợi nhuận thu được không phải bằng cách buôn lậu, trốn thuế, làm hàng giả.... Vì vậy, xác định sự tác động của yếu tố môi trường đặc thù đến SXKD của doanh nghiệp còn cần phải xem xét chất lượng và thực trạng của mối quan hệ giữa doanh nghiệp còn cần phải xem xét chất lượng và thực trạng của mối quan hệ giữa doanh nghiệp với các tổ chức đó trong những khoảng thời gian nhất định.

III. CÁC PHƯƠNG PHÁP CHỦ YẾU XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP.

1. Xác định giá trị doanh nghiệp là gì?

Để có khái niệm về xác định giá trị doanh nghiệp, cần thiết phải đưa ra các nhận định cơ bản sau đây:

- *Thứ nhất:* Giá trị doanh nghiệp là một khái niệm cơ bản khác với giá bán doanh nghiệp trên thị trường. Giá trị doanh nghiệp được đo bằng độ lớn của các khoản thu nhập mà doanh nghiệp đem lại cho nhà đầu tư. Giá bán doanh nghiệp là mức giá được hình thành trên thị trường, nó còn chịu sự tác động của các yếu tố cung, cầu "hàng hoá doanh nghiệp" và cung cầu về tiện ích trên thị trường. Nó có thể có khoảng cách rất xa so với đánh giá của các chuyên gia kinh tế, và các nhà đầu tư. Việc quản lý thị trường "mua bán doanh nghiệp" không tốt, có thể dẫn đến tình trạng giá bán doanh nghiệp là giá ảo, đó là mức giá hình thành do yếu tố đầu cơ, phản ánh không đúng thu nhập thực mà doanh nghiệp có khả năng tạo ra cho chủ sở hữu và các nhà đầu tư khác có vốn trong doanh nghiệp. Đó là mầm mống của khủng hoảng kinh tế.

- *Thứ hai:* Giá trị doanh nghiệp chỉ đơn giản là một khái niệm được các nhà đầu tư, các chuyên gia sử dụng trong việc đánh giá tổng thể các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể đưa lại. Giá trị doanh nghiệp vẫn tồn tại ngay cả khi không có việc mua bán và chuyển nhượng. Giá trị doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của rất nhiều yếu tố. Trong đó có nhiều yếu tố khách quan, thường xuyên thay đổi và rất khó định lượng. Việc định

lượng các yếu tố nhiều khi phải ấn định một cách chủ quan. Do vậy, cần phải có các chuyên gia về thẩm định giá trị. Yêu cầu về khả năng của chuyên gia là rất cao: bên cạnh chuyên môn, kinh nghiệm, sự nhạy cảm nghề nghiệp còn phải có đạo đức nhằm đảm bảo tính trung thực, vô tư, khách quan, thì mới cho kết quả hợp lý.

- *Thứ ba:* Xác định giá trị doanh nghiệp không đơn giản chỉ để mua, bán, sáp nhập, hợp nhất hoặc chia nhỏ doanh nghiệp mà còn nhằm phục vụ cho nhiều hoạt động giao dịch kinh tế khác, như: xác định vị thế tín dụng, cung cấp thông tin cho hoạt động quản lý kinh tế vĩ mô, cho hoạch định chiến lược trong doanh nghiệp...

Kết luận: Xác định giá trị doanh nghiệp là sự ước tính với độ tin cậy cao nhất các khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể tạo ra trong quá trình sản xuất kinh doanh, làm cơ sở cho các hoạt động giao dịch thông thường của thị trường.

2. Các phương pháp chủ yếu xác định giá trị doanh nghiệp

a. Phương pháp giá trị tài sản thuần.

* ***Cơ sở lý luận:*** Phương pháp này còn gọi là phương pháp giá trị nội tại hay mô hình định giá tài sản, được xây dựng dựa trên các nhận định:

- Doanh nghiệp về cơ bản giống như một loại hàng hoá thông thường.
- Sự hoạt động của doanh nghiệp bao giờ cũng được tiến hành trên cơ sở một lượng tài sản có thực. Những tài sản đó là sự hiện diện rõ ràng và cụ thể về sự tồn tại của doanh nghiệp, chúng cấu thành thực thể của doanh nghiệp.
- Tài sản của doanh nghiệp được hình thành bởi sự tài trợ vốn của các nhà đầu tư ngay khi thành lập doanh nghiệp và còn có thể được bổ sung trong quá trình phát triển SXKD. Cơ cấu nguồn tài trợ để hình thành tài sản là sự khẳng định và thừa nhận về mặt pháp lý các quyền sở hữu và lợi ích của các nhà đầu tư đối với số tài sản đó.

Chính vì vậy, giá trị của doanh nghiệp được tính bằng tổng giá trị thị trường của số tài sản mà doanh nghiệp hiện đang sử dụng vào SXKD.

**** Phương pháp xác định***

Tổng giá trị tài sản trong doanh nghiệp thường không chỉ thuộc về người chủ sở hữu doanh nghiệp mà chúng còn được hình thành trên các trái quyền khác, như: các trái chủ cho doanh nghiệp vay vốn, tiền lương chưa đến kỳ hạn trả, thuế chưa đến kỳ hạn nộp, các khoản ứng trước của khách hàng, các khoản bán chịu của nhà cung cấp, các tài sản đi thuê... Do vậy, mặc dù giá trị doanh nghiệp được coi là tổng giá trị các tài sản cấu thành doanh nghiệp, nhưng để thực hiện một giao dịch mua bán doanh nghiệp, người ta phải xác định giá trị tài sản thuần - thuộc chủ sở hữu doanh nghiệp. Theo đó, công thức tổng quát được xây dựng như sau:

$$V_0 = V_T - V_N \quad (1.1)$$

Trong đó:

V_0 : Giá trị tài sản thuần thuộc về chủ sở hữu doanh nghiệp

V_T : Tổng giá trị tài sản mà doanh nghiệp đang sử dụng vào SXKD

V_N : Giá trị các khoản nợ

Dựa theo công thức (1.1), người ta suy diễn ra hai cách tính cụ thể về giá trị tài sản thuần (V_0) như sau:

- *Cách thứ nhất*: Dựa vào số liệu về tài sản và cơ cấu nguồn vốn phản ánh trên bảng cân đối kế toán tại thời điểm đánh giá để xác định bằng cách: lấy tổng giá trị tài sản phản ánh ở phần tài sản trừ đi các khoản nợ phải trả bên nguồn vốn.

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

+ Mặc dù người ta có thể đánh giá giá trị doanh nghiệp theo nhiều cách khác nhau. Song, theo cách này nó cũng minh chứng cho các bên liên quan thấy được rằng: đầu tư vào doanh nghiệp luôn luôn được đảm bảo bằng giá trị của các tài sản hiện có trong doanh nghiệp, chứ không phải bằng cái "có thể" như nhiều phương pháp khác.

Tuy nhiên, giá trị doanh nghiệp xác định theo phương pháp này cũng chỉ là những thông tin, số liệu mang tính lịch sử có tính chất tham khảo trong quá trình vận dụng các phương pháp khác nhằm định ra giá trị doanh nghiệp một cách sát đúng hơn.

- *Cách thứ hai*: Xác định giá trị tài sản thuần theo giá thị trường.

Ngay cả khi doanh nghiệp thực hiện tốt chế độ kế toán do Nhà nước quy định thì số liệu trên Bảng cân đối kế toán được lập vào một thời điểm nào đó cũng không phản ánh đúng giá thị trường của toàn bộ số tài sản trong doanh nghiệp, vì các lý do sau:

+ Toàn bộ giá trị của các tài sản phản ánh trên bảng cân đối kế toán là những số liệu được tập hợp từ các sổ kế toán, các bảng kê... Các số liệu này phản ánh trung thực các chi phí phát sinh tại thời điểm xảy ra các nghiệp vụ kinh tế trong quá khứ của niên độ kế toán. Đó là những chi phí mang tính lịch sử, không còn phù hợp ở thời điểm định giá doanh nghiệp, ngay cả khi không có lạm phát.

+ Giá trị còn lại của TSCĐ phản ánh trên sổ kế toán cao hay thấp phụ thuộc vào việc doanh nghiệp sử dụng phương pháp khấu hao nào, phụ thuộc vào thời điểm mà doanh nghiệp xác định nguyên giá và sự lựa chọn tuổi thọ kinh tế của TSCĐ. Vì vậy, giá trị TSCĐ phản ánh trên sổ kế toán thường không phù hợp với giá thị trường tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

+ Trị giá hàng hoá, vật tư, công cụ lao động.... tồn kho hoặc đang dùng trong sản xuất, một mặt phụ thuộc vào cách sử dụng giá hạch toán là giá mua đầu kỳ, cuối kỳ hay giá thực tế bình quân. Mặt khác, còn phụ thuộc vào sự lựa chọn các tiêu thức phân bổ chi phí khác nhau cho số hàng hoá dự trữ. Do vậy, số liệu kế toán phản ánh giá trị của loại tài sản đó cũng được coi là không có đủ độ tin cậy ở thời điểm đánh giá doanh nghiệp.

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

Để xác định giá trị tài sản theo giá thị trường, trước hết người ta loại ra khỏi danh mục đánh giá những tài sản không cần thiết và không có khả năng đáp ứng các yêu cầu của SXKD. Sau đó tiến hành đánh giá số tài sản còn lại trên nguyên tắc sử dụng giá thị trường để tính cho từng tài sản hoặc từng loại tài sản cụ thể như sau:

- + Đối với TSCĐ và TSLĐ là hiện vật thì đánh giá theo giá thị trường nếu trên thị trường hiện đang có bán những tài sản như vậy. Trong thực tế, thường không tồn tại thị trường TSCĐ cũ, đã qua sử dụng ở nhiều mức độ khác nhau. Khi đó, người ta dựa theo công dụng hay khả năng phục vụ sản xuất của tài sản để áp dụng một tỷ lệ khấu trừ trên giá trị của một TSCĐ mới.

Đối với những TSCĐ không còn tồn tại trên thị trường thì người ta áp dụng một hệ số quy đổi so với những TSCĐ khác loại nhưng có tính năng tương đối.

- + Các tài sản bằng tiền được xác định bằng cách kiểm quỹ, đối chiếu số dư trên tài khoản. Nếu là ngoại tệ sẽ được quy đổi về đồng nội tệ theo tỷ giá thị trường tại thời điểm đánh giá. Vàng bạc, kim khí, đá quý... cũng được tính toán như vậy.

- + Các khoản phải thu: Do khả năng đòi nợ các khoản này có thể ở nhiều mức độ khác nhau. Vì vậy, bao giờ người ta cũng bắt đầu từ việc đối chiếu công nợ, xác minh tính pháp lý, đánh giá độ tin cậy của từng khoản phải thu nhằm loại ra những khoản mà doanh nghiệp không có khả năng đòi được hoặc khả năng đòi được là quá mong manh.

- + Đối với các khoản đầu tư ra bên ngoài doanh nghiệp: về mặt nguyên tắc phải thực hiện đánh giá một cách toàn diện về giá trị đối với các doanh nghiệp hiện đang sử dụng các khoản đầu tư đó. Tuy nhiên, nếu các khoản đầu tư này không lớn, người ta thường trực tiếp dựa vào giá thị trường của chúng dưới hình thức chứng khoán hoặc căn cứ vào số liệu của bên đối tác liên doanh để xác định theo cách thứ nhất đã đề cập ở phần trên.

- + Đối với các tài sản cho thuê và quyền thuê bất động sản: Tính theo phương pháp chiếu khấu dòng thu nhập trong tương lai.

- + Các tài sản vô hình: Theo phương pháp này người ta chỉ thừa nhận giá trị của các tài sản vô hình đã được xác định trên sổ kế toán và thường không tính đến các lợi thế thương mại của doanh nghiệp.

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

*** Ví dụ:** Doanh nghiệp X có tài liệu sau:

- + Bảng cân đối kế toán ngày 31/12/N (Xem bảng 1.1)

Bảng số 1.1. Bảng cân đối kế toán dạng rút gọn của doanh nghiệp X ngày 31/12/N

Đơn vị tính: 1.000.000 đồng

Tài sản	Số tiền	Nguồn vốn	Số tiền
A. TSLĐ và đầu tư ngắn hạn.	500	A. Nợ phải trả	600
1. Tiền	30	1. Vay ngắn hạn	160
2. Chứng khoán ngắn hạn	120	2. Các khoản phải trả	40
3. Các khoản phải thu	100	3. Vay dài hạn	400
4. Hàng tồn kho	250		
B. TSCĐ và đầu tư dài hạn	1500	B. Nguồn vốn chủ sở hữu	1400
1. Giá trị còn lại của TSCĐ	500	1. Nguồn vốn kinh doanh	1250
2. TSCĐ thuê tài chính	200	2. Lãi chưa phân phối	150
3. Đầu tư chứng khoán vào công ty B: (2200 cổ phiếu)	220		
4. Góp vốn liên doanh	400		
5. TSCĐ cho thuê	180		
Tổng tài sản	2000	Tổng nguồn vốn	2000

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

1. Một số khoản phải thu không có khả năng đòi được là 40 triệu đồng.
2. Nguyên vật liệu tồn kho kém phẩm chất, không đáp ứng yêu cầu của sản xuất có giá trị giảm theo sổ sách kế toán là 30 triệu đồng.
3. TSCĐ hữu hình đánh giá lại theo giá thị trường tăng 150 triệu đồng
4. Doanh nghiệp X còn phải trả tiền thuê TSCĐ trong 10 năm, mỗi năm 20 triệu đồng. Muốn thuê một TSCĐ với những điều kiện tương tự như vậy tại thời điểm hiện hành thường phải trả 25 triệu đồng mỗi năm.
5. Giá chứng khoán của công ty B tại Sở giao dịch chứng khoán tại thời điểm đánh giá là 105.000. đồng/cổ phiếu.
6. Số vốn góp liên doanh được đánh giá lại tăng 20 triệu đồng.
- 7- Theo hợp đồng thuê tài sản, người đi thuê còn phải trả dần trong 20 năm, mỗi năm trả một lượng tiền đều nhau là 10 triệu đồng.

Dựa theo những thay đổi trên đây người ta có thể đánh giá lại giá trị của một số tài sản như sau:

- Đối với giá trị lợi thế của quyền thuê tài sản: Giả sử tỷ suất hiện tại hoá là 20% thì giá trị lợi thế của quyền được thuê tài sản có thể được tính thông qua bảng 1.2:

Bảng 1.2: Phương pháp tính giá trị lợi thế của quyền thuê tài sản.

Đơn vị tính: 1.000.000 đồng

Năm	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
- Giá thuê hiện hành trên thị trường	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
- Giá thuê theo hợp đồng	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
* Khoản tiền tiết kiệm được	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5

Như vậy giá trị lợi thế của quyền thuê tài sản có thể được tính bằng giá trị hiện tại của khoản tiền tiết kiệm được trong 10 năm. Sử dụng công thức tính giá trị của các khoản tiền đều nhau trong tương lai:

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

Trong đó:

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

T : Khoản tiền tiết kiệm được mỗi năm

i : Tỷ suất hiện tại hoá

n : Số năm nhận được khoản tiền.

Hoặc tra bảng tính sẵn giá trị hiện tại của một đồng tiền theo công thức trên với $i = 20\%$ và $n = 10$ năm, ta có:

$$f(20\%, 10) = \frac{1 - (1 + 20\%)^{-10}}{20\%} = 4,1925$$

Như vậy giá trị lợi thế của quyền thuê tài sản $= 5 \times 4,1975 = 20,96$ triệu đồng.

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

Giá thị trường của 2.200 cổ phiếu đầu tư vào công ty B được tính tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp là:

$$2.200 \text{ cổ phiếu} \times 105.000\text{đ/cổ phiếu} = 231 \text{ triệu đồng.}$$

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

Được tính bằng giá trị hiện tại của các khoản tiền nhận được cố định hàng năm.

Tra bảng tính sẵn giá trị hiện tại của một đồng tiền trong 20 năm với tỷ lệ hiện tại hoá là 20% , ta có:

$$f(20\%, 20) = 4,8696$$

Giá trị tài sản cho thuê dài hạn: $10 \times 4,8696 = 48,8696$ triệu đồng

Từ đó, tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp sau khi đánh giá lại là:

$$2.000 - 40 - 30 + 150 + 20,96 + (231 - 220) + 20 + (48,8696 - 180) = 2.000,82 \text{ triệu đồng.}$$

Giả sử doanh nghiệp không phải nộp thuế tính trên giá trị tăng thêm sau khi đánh giá lại tài sản (điều này tùy thuộc ở luật pháp mỗi quốc gia) theo giá thị trường thì giá trị tài sản thuần được xác định như sau:

$$\text{Giá trị tài sản thuần: } 2.000,82 - 600 = 1.400,82 \text{ triệu đồng.}$$

*** Giới hạn và khả năng của phương pháp giá trị tài sản thuần:**

- Giới hạn:

+ Theo phương pháp này người ta quan niệm doanh nghiệp như một tập hợp các loại tài sản vào với nhau. Việc bán doanh nghiệp cũng giống như việc bán các tài sản riêng rẽ. Phương pháp vận dụng cũng giống như kỹ thuật định giá tài sản thông thường: chỉ phí thay thế, so sánh thị trường. Giá trị doanh nghiệp chỉ đơn giản được tính bằng tổng giá thị trường của số tài sản trong doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định. Giá trị

doanh nghiệp được cố định ở giá trị của các tài sản. Điều đó có nghĩa là nó đánh giá doanh nghiệp trong một trạng thái tĩnh. Doanh nghiệp không được coi như một thực thể, một tổ chức đang tồn tại và còn có thể hoàn chỉnh và phát triển trong tương lai. Vì vậy, mà nó không phù hợp với một tầm nhìn chiến lược về doanh nghiệp. Bởi, động cơ của người mua doanh nghiệp là nhằm sở hữu các khoản thu nhập trong tương lai, chứ không phải để bán lại ngay những tài sản hiện thời.

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

+ Phương pháp giá trị tài sản thuần đã bỏ qua phần lớn các yếu tố phi vật chất nhưng lại có giá trị thực sự và nhiều khi lại chiếm tỷ trọng rất lớn trong giá trị doanh nghiệp như: Trình độ quản lý, trình độ công nhân, uy tín, thị phần... của doanh nghiệp. Đó có thể là những doanh nghiệp có tài sản không đáng kể nhưng triển vọng sinh lời rất cao.

+ Trong nhiều trường hợp, xác định giá trị tài sản thuần lại trở nên quá phức tạp. Chẳng hạn, xác định giá trị của một tập đoàn có nhiều chi nhánh, có các chứng khoán đầu tư ở nhiều doanh nghiệp khác nhau. Mỗi chi nhánh lại có một số lượng rất lớn các tài sản đặc biệt, đã qua sử dụng, thậm chí không còn bán trên thị trường. Khi đó, đòi hỏi phải tổng kiểm tra đánh giá lại một cách chi tiết mọi tài sản ở các chi nhánh. Từ đó, kéo theo những khoản chi phí đánh giá rất tốn kém, thời gian cần thiết cho một cuộc đánh giá có thể kéo dài, kết quả đánh giá phụ thuộc rất lớn vào các thông số kỹ thuật của tài sản mà các nhà kỹ thuật chuyên ngành đưa ra. Như vậy, sai số đánh giá có thể sẽ rất cao.

- Khả năng ứng dụng của phương pháp giá trị tài sản thuần:

+ Phương pháp giá trị tài sản thuần đã chỉ ra giá trị của những tài sản cụ thể cấu thành giá trị doanh nghiệp. Có thể nói, giá trị của các tài sản đó là một căn cứ cụ thể, có tính pháp lý rõ ràng nhất về khoản thu nhập mà người mua chắc chắn sẽ nhận được khi sở hữu doanh nghiệp. Nó nói lên rằng, số tiền mà người mua bỏ ra luôn luôn được đảm bảo bằng một lượng tài sản có thật.

+ Phương pháp xác định giá trị tài sản thuần xác định giá trị thị trường của số tài sản có thể bán rời tại thời điểm đánh giá. Như vậy nó đã chỉ ra rằng có một khoản thu nhập tối thiểu mà người sở hữu sẽ nhận được. Đó cũng là một mức giá thấp nhất, là cơ sở đầu tiên để các bên có liên quan đưa ra trong quá trình giao dịch và đàm phán về giá bán của doanh nghiệp.

+ Đối với những doanh nghiệp nhỏ mà số lượng tài sản không nhiều, việc định giá tài sản không đòi hỏi những kỹ thuật phức tạp, giá trị các yếu tố vô hình là không đáng kể, các doanh nghiệp có chiến lược kinh doanh không rõ ràng, thiếu căn cứ xác định các khoản thu nhập trong tương lai thì giá trị doanh nghiệp được xác định theo phương pháp

giá trị tài sản thuần sẽ trở thành một tiêu chuẩn cơ bản và thích hợp nhất để các bên xích lại gần nhau trong quá trình đàm phán.

Như vậy có thể thấy rằng, mặc dù có những hạn chế rất lớn. Song, với những cơ sở kinh tế rõ ràng, phương pháp xác định giá trị tài sản thuần đã xứng đáng trở thành một trong những phương pháp cơ bản trong hệ thống các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo cơ chế thị trường. Những ưu điểm của phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo cơ chế thị trường. Những ưu điểm của phương pháp này cũng là lý do để giải thích tính khả thi cao và khả năng ứng dụng rộng rãi của nó trong những doanh nghiệp nhỏ. Thậm chí đối với những doanh nghiệp lớn, ở các nước trên thế giới, khi cần phải sử dụng kết hợp nhiều phương pháp với nhau để tính số bình quân, thì giá trị doanh nghiệp tính theo phương pháp này cũng luôn được các nhà thực hành lựa chọn và đánh giá với trọng số cao nhất.

b. Phương pháp hiện tại hoá các nguồn tài chính tương lai.

Phương pháp hiện tại hoá các nguồn tài chính tương lai, bao gồm: Phương pháp hiện tại hoá lợi nhuận, phương pháp định giá chứng khoán, và phương pháp hiện tại hoá các dòng thu nhập của doanh nghiệp trong tương lai.

Cơ sở lý thuyết của phương pháp này đều xuất phát trực tiếp từ quan niệm: Giá trị của một doanh nghiệp được đo bằng độ lớn của khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai. Song, trên quan điểm về thời gian của tiền tệ, về chi phí cơ hội, tức là: Giá trị của một đồng tiền ở các thời điểm khác nhau sẽ không giống nhau, cho nên, người ta thực hiện quy đổi các khoản thu nhập về cùng một thời điểm, đó là thời điểm hiện tại. Theo đó, giá trị của một doanh nghiệp được xác định dựa trên công thức tổng quát (1.2):

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} \quad (1.2)$$

Trong đó

V_0 : Giá trị doanh nghiệp

F_t : Thu nhập đem lại cho nhà đầu tư ở năm thứ t

i : Tỷ suất hiện tại hoá (còn gọi là tỷ suất chiết khấu).

n : Thời gian nhận được thu nhập (tính theo năm)

Có thể diễn đạt công thức (1.2) thành lời như sau: Người mua sẵn sàng trả V_0 để có doanh nghiệp, nếu như doanh nghiệp tạo ra được các khoản thu F_t trong n năm, hoặc tạo ra được một tỷ suất lợi nhuận tối thiểu là i .

Xuất phát từ công thức tổng quát (1.2) mà tùy theo từng nhà đầu tư, tùy theo cách nhìn nhận về lợi ích mà doanh nghiệp có thể mang lại cho mình, người ta thực hiện vận dụng và phát triển công thức định giá doanh nghiệp dưới nhiều hình thức khác nhau.

b.1. Phương pháp định giá chứng khoán

**** Quan điểm cơ bản:***

Cơ chế kinh tế thị trường đã có lịch sử hàng trăm năm, nhưng đỉnh cao của sự phát triển đó được đánh dấu bằng sự ra đời và tồn tại của thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán trong những giai đoạn phôi thai chỉ đơn giản là để đáp ứng các nhu cầu về chuyển dịch vốn đầu tư trong nền kinh tế. Nhưng mỗi khi xảy ra các cuộc khủng hoảng về tài chính tiền tệ, giá cả của các loại chứng khoán đột ngột tăng, rồi đột ngột giảm với một tốc độ chóng mặt như những "bong bóng xà phòng" người ta mới tự hỏi: Cái gì quyết định giá cả chứng khoán? và câu trả lời thật đơn giản, đó là giá trị doanh nghiệp.

Nhưng giá trị doanh nghiệp xác định như thế nào? Năm 1962, M.I Gordon đã đưa ra công thức lượng giá chứng khoán nổi tiếng, với ý nghĩa rằng: Nhà đầu tư bỏ tiền ra mua chứng khoán (tức là mua doanh nghiệp) không phải là để lấy những tài sản hiện hành trong doanh nghiệp, mà là để đổi lấy các khoản thu nhập trong tương lai. Giá trị thực của một chứng khoán phải được đánh giá bằng độ lớn của khoản thu nhập mà nhà đầu tư chắc chắn sẽ nhận được từ chính doanh nghiệp đó, chứ không phải thu nhập có được do yếu tố đầu cơ chứng khoán. Theo đó, giá trị doanh nghiệp sẽ bằng tổng giá trị các loại chứng khoán mà doanh nghiệp đã phát hành.

Dựa trên sự khẳng định đó, các phương pháp xác định giá trị thực của một chứng khoán đã được xây dựng khá phong phú.

**** Phương pháp xác định***

Mặc dù chứng khoán rất đa dạng và phong phú nhằm đáp ứng các yêu cầu về đầu tư khác nhau. Nhưng một công thức tổng quát xác định giá trị thực của các loại chứng khoán đã được xây dựng như sau:

$$PV_0 = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_t}{(1+i)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} \quad (1.3)$$

Trong đó

PV_0 : Giá trị thực của một chứng khoán

R_t : Thu nhập của một chứng khoán ở năm thứ t

i : Tỷ suất hiện tại hoá

n : Thời gian nhận được thu nhập (tính theo năm)

Công thức (1.3) chỉ ra rằng, giá trị thực của một chứng khoán được xác định bằng tổng giá trị hiện tại của các khoản thu nhập trong tương lai mà chứng khoán có thể đem lại cho người sở hữu nó. Dựa vào công thức tổng quát này người ta thực hiện xác định giá trị cho từng loại chứng khoán cụ thể.

- Xác định giá trị thực của trái phiếu

Trái phiếu là một loại chứng chỉ vay nợ, thể hiện nghĩa vụ của người phát hành phải trả nợ cho người nắm giữ trái phiếu một số tiền lãi nhất định và khoản tiền gốc khi khoản vay đến hạn.

Tuỳ theo tiêu thức đánh giá mà trái phiếu được chi thành nhiều loại khác nhau. Song đặc điểm chung và phổ biến của các loại trái phiếu là: Có lợi tức cố định, có giá trị đáo hạn, thời hạn và thời điểm hoàn trả tiền lãi và vốn gốc thường được xác định từ trước.

Do đó triển khai công thức (1.3) có thể tính toán được giá trị của số trái phiếu mà doanh nghiệp đã phát hành:

$$PV_0 = \left[\frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} \right] + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (1.4)$$

Trong đó

P_n : Mệnh giá trái phiếu phải trả vào năm thứ n

Vì lợi tức trái phiếu thường giữ ở mức độ ổn định hàng năm, chẳng hạn:

$R_1 = R_2 = \dots R_t = \dots R_n = R$. Cho nên công thức (1.4) có thể được viết gọn lại như sau:

$$PV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n} = R \times \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (1.5)$$

Với $\frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$ là thừa số hiện tại hoá và cũng là tổng các số hạng của một cấp số

nhân với công bội bằng $\frac{1}{1+i}$

Ví dụ: Xác định giá trị thực của một trái phiếu doanh nghiệp có mệnh giá là 100.000 đồng, thời gian đáo hạn là 5 năm, lãi suất phải trả hàng năm là 10%, như sau:

$$PV_0 = 10.000 \times 3,7908 + 100.000 \times 0,6209 = 99.998 \text{ đồng}$$

- Xác định giá trị cổ phiếu

Cổ phiếu là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với công ty cổ phần.

Cũng như trái phiếu, cổ phiếu rất đa dạng và phong phú về chủng loại. Nhưng khác hẳn với trái phiếu, cổ phiếu nói chung hầu như không thể xác định được trước các khoản thu nhập dưới hình thức lợi tức cổ phần, cổ phiếu lại không có thời điểm đáo hạn, cổ đông chỉ có thể nhận về phần vốn của mình khi doanh nghiệp bị thanh lý, phá sản hoặc bán lại cổ phiếu vào một thời điểm nào đó trong tương lai.

Vì những đặc điểm như vậy, cho nên việc áp dụng trực tiếp công thức (1.3) dẫn đến 3 khó khăn cơ bản:

+ Thứ nhất: Phải dự báo được các khoản thu nhập (R_t) dưới hình thức lợi tức cổ phần hàng năm và giá trị bán lại của cổ phiếu hoặc giá trị của cổ phiếu tại thời điểm thanh lý, phá sản doanh nghiệp trong tương lai.

+ Thứ hai: Các khoản thu nhập từ cổ phiếu bao hàm yếu tố không chắc chắn. Tức là đầu tư vào cổ phiếu là loại đầu tư chứa nhiều rủi ro. Vì vậy, không thể sử dụng tỷ suất hiện tại hoá (i) như đối với trái phiếu.

+ Thứ ba: Do thời điểm chi trả cổ tức không rõ ràng, cổ phiếu là loại chứng khoán không có thời điểm đáo hạn (n). Cho nên, công thức (1.3) là một tổng không xác định.

Những khó khăn cơ bản trên đã làm cho công thức (1.3) trở nên thiếu tính thực tiễn và cũng chính vì những lý do này mà ông David Blake đã nhận xét: Định giá cổ phần là một cơn ác mộng, còn ông Jacques Richard- giáo sư trường đại học Paris Dauphine gọi công thức tính toán kiểu như vậy đối với cổ phiếu là một sự phi lý.

Tuy nhiên, người ta vẫn có thể sử dụng được công thức (1.3) bằng cách xây dựng thêm một lý thuyết về lợi tức cổ phần như sau:

+ Giả định 1: doanh nghiệp có thể chi trả lợi tức cổ phần một cách ổn định hàng năm. Tức là mức lợi tức trong tương lai luôn luôn là một hằng số d chẳng hạn. Khi đó, giá trị của một cổ phiếu được tính như sau:

$$PV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} = d \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t}$$

Cho $t \rightarrow +\infty$ ta có:

$$PV_0 = \frac{1}{1+i} \times \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^{+\infty}}}{1 - \frac{1}{1+i}} = \frac{d}{i} \quad (1.6)$$

Phải nói rằng, đó là một giả định cần thiết làm cho công thức tính toán trở nên thực tiễn hơn, bởi 4 lý do sau:

* *Thứ nhất:* mặc dù doanh nghiệp có thể chi trả lợi tức cổ phần giữa các năm không đều nhau, có năm ở mức cao, có năm ở mức thấp nhưng cũng có thể tính theo một số trung bình nào đó.

* *Thứ hai:* Giả định $t \rightarrow +\infty$ có nghĩa là coi doanh nghiệp tồn tại mãi mãi, điều này tương trưng phi lý. Song về mặt toán học, khi khoản thu trong tương lai càng xa so với thời điểm hiện tại thì giá trị tính đổi về hiện tại sẽ càng nhỏ. Giá trị khoản thu ở những thời điểm cuối có thể coi như bằng 0

* *Thứ ba:* Đó là giả định tỏ ra tương đối thích hợp với cổ phiếu ưu đãi. Vì loại chứng khoán này có lợi tức cố định và cũng không có thời điểm đáo hạn.

* *Thứ tư:* Để phản ánh đầy đủ hơn yếu tố rủi ro có thể lấy chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp làm tỷ suất hiện tại hoá.

+ Giả định 2: Lợi tức cổ phiếu chi trả hàng năm tăng một cách đều đặn theo một tỷ lệ ổn định là k (với $k < 1$), ta có:

$$PV_0 = \frac{d_1}{(1+i)} + \frac{d_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+i)^n}$$

$$PV_0 = \frac{d_1}{(1+i)} + \frac{d_1(1+k)}{(1+i)^2} + \dots + \frac{d_1(1+k)^{n-1}}{(1+i)^n}$$