

**B2.534**

Đặng Xuân Minh - Nguyễn Việt Khôi

(Đồng chủ biên)



# **BÀN TRÒN ĐỊNH GIÁ VÀ M&A**

*(Tuyển tập các bài viết về định giá và M & A  
của các chuyên gia BTCVALUE & nhóm nghiên cứu MAF)*

**DH  
QG**  
Hà Nội



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**NHÀ XUẤT BẢN ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

# BÀN TRÒN ĐỊNH GIÁ VÀ M&A

Tuyển tập bài viết về định giá và M&A  
của các chuyên gia BTCVALUE & nhóm nghiên cứu MAF

TRƯỜNG Đ.H. KINH DOANH VÀ CÔNG NGHỆ HÀ NỘI  
62534/2019  
THƯ VIỆN



### **Thông tin bản quyền**

Copyrights @ 2018. Bản quyền các bài viết thuộc về các tác giả, bản quyền ấn phẩm **"Bàn tròn định giá và M&A"** cũng như nội dung biên tập thuộc về BTCVALUE và nhóm nghiên cứu MAF.

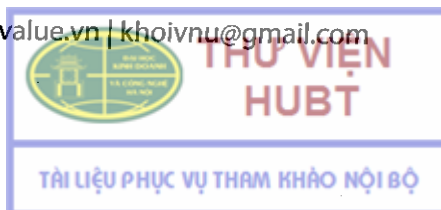
Việc sao chép, tái bản ấn phẩm này dưới mọi hình thức (bản in hay bản điện tử) đều phải được sự chấp thuận bằng văn bản của đại diện nhóm tác giả.

### **Liên hệ đại diện nhóm Tác giả**

Đặng Xuân Minh - Nguyễn Việt Khôi

Điện thoại : 024 – 2246 6968

Email: minh@btcvalue.vn | khoivnu@gmail.com



**Đặng Xuân Minh - Nguyễn Việt Khôi**

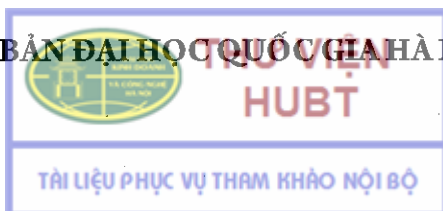
**(Đồng chủ biên)**

# **BÀN TRÒN ĐỊNH GIÁ VÀ M&A**

**Roundtable Discussion for Valuation and M&A**

**(Tuyển tập bài viết về định giá và M&A  
của các chuyên gia BTCVALUE & nhóm nghiên cứu MAF)**

**NHÀ XUẤT BẢN ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI - 2018**





**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

## MỤC LỤC

LỜI GIỚI THIỆU.....	7
---------------------	---

### CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

#### MUA BÁN DOANH NGHIỆP TỪ GÓC NHÌN QUẢN TRỊ CÔNG TY

<b>TS. Phạm Duy Nghĩa</b> - 2009.....	11
---------------------------------------	----

#### ĐỂ M&A THÀNH CÔNG, BẮT ĐẦU TỪ QUY TRÌNH

<b>TS. Vũ Anh Dũng</b> - 2011.....	16
------------------------------------	----

#### CỘNG HƯỞNG – NGHỆ THUẬT QUẢN LÝ HAY SỰ NGẠO MẠN

<b>TS. Vũ Anh Dũng</b> - 2012.....	23
------------------------------------	----

#### M&A VÀ CƠ HỘI THẤU TÓM NHỮNG CHUỖ GIÁ TRỊ CÓ THƯƠNG HIỆU

<b>TS. Nguyễn Việt Khôi</b> – 2011.....	26
---	----

#### CHIẾN LƯỢC M&A ĐỂ TĂNG TRƯỞNG ĐỘT PHÁ

<b>Đặng Xuân Minh &amp; nhóm MAF</b> – 2013.....	29
--	----

#### THẤU TÓM DOANH NGHIỆP VÀ GÓC NHÌN CỦA DOANH NHÂN VIỆT

<b>Đặng Xuân Minh - Bùi Gia Tuân</b> - 2012.....	36
--	----

#### QUẢN TRỊ THÔNG TIN THƯƠNG VỤ M&A

<b>Nguyễn Phúc Linh</b> -2017.....	42
------------------------------------	----

#### NHỮNG CÂU CHUYỆN SÁP NHẬP

<b>Đặng Xuân Minh</b> - 2010.....	51
-----------------------------------	----

### CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

#### ĐỂ ĐỊNH GIÁ ĐÚNG VỚI GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG

<b>Lê Hải Châu</b> - 2015.....	57
--------------------------------	----

#### GIÁ TRỊ CỘNG HƯỞNG TRONG HOẠT ĐỘNG M&A DƯỚI GÓC NHÌN THẨM ĐỊNH GIÁ

<b>Nguyễn Kim Đức</b> - 2016.....	61
-----------------------------------	----



**CẤU TRÚC KIM TỰ THÁP: MỘT VẤN ĐỀ THÚ VỊ KHI THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**

**Nguyễn Kim Đức - 2018.....75**

**MUA LẠI CÔNG TY THÔNG QUA CHÀO THẦU CẠNH TRANH  
PHÂN TÍCH MỘT SỐ THƯƠNG VỤ ĐIỂN HÌNH**

**Đặng Xuân Minh - 2016 .....81**

**BẢO VỆ VÀ ĐỊNH GIÁ THƯƠNG HIỆU DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC KHI CỔ PHẦN HÓA,  
TỪ LÝ THUYẾT ĐẾN THỰC TIỄN**

**Nguyễn Quốc Việt - 2017 .....89**

**ÁP DỤNG CÔNG CỤ DỰNG SỐ (BOOK BUILDING)  
TRONG ĐỊNH GIÁ THOÁI VỐN DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC**

**Nguyễn Văn Thăng, Nguyễn Quốc Việt ..... 100**

**ĐỊNH GIÁ KHÁCH SẠN TẠI VIỆT NAM - NGƯỜI MUA TRẢ GIÁ CAO CHO VỊ TRÍ VÀ TIỀM NĂNG**

**Đào Nguyễn, Long Trần - 2015 ..... 105**

**ĐỊNH GIÁ MỎ KHOÁNG SẢN TẠI VIỆT NAM**

**Đặng Xuân Minh, Nguyễn Văn Thăng - 2012 ..... 112**

**MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**

**1. CÁCH TIẾP CẬN THU NHẬP TRONG ĐỊNH GIÁ**

Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 10

(Ban hành kèm theo Thông tư số 126/2015/TT-BTC ngày 20/8/2015 của Bộ Tài chính)..... 120

**2. TIÊU CHUẨN THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**

Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 12

(Ban hành kèm theo Thông tư số 122/2017/TT-BTC ngày 15/11/2017 của Bộ trưởng Bộ Tài chính).....133

**3. TIÊU CHUẨN ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VÔ HÌNH**

Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 13 Thẩm định giá tài sản vô hình

(Ban hành kèm theo Thông tư số 06/2014/TT-BTC ngày 07/01/2014 của Bộ trưởng Bộ Tài chính) .. 177





## LỜI GIỚI THIỆU

Năm 2017, thị trường M&A tại Việt Nam đã đạt mốc cao nhất trong lịch sử với tổng giá trị M&A vượt mốc 10 tỷ USD. Kết quả này đánh dấu một thập kỷ tăng trưởng mạnh mẽ của hoạt động M&A tại Việt Nam và đánh dấu một bước ngoặt mới đưa thị trường M&A Việt Nam bước sang kỷ nguyên mới.

Từ một khái niệm mới và chưa được các doanh nhân, các nhà đầu tư biết đến nhiều, hiện nay M&A đã trở thành một khái niệm được nhiều người biết đến. Nhiều doanh nghiệp Việt Nam đã không chỉ thực hiện được những thương vụ M&A đáng chú ý mà còn thực thi chiến lược M&A bài bản và thông minh. Bên cạnh đó, vẫn còn nhiều doanh nghiệp vẫn chưa thành công với các thương vụ M&A của mình. Nguyên nhân chính là ở yếu tố định giá, khi định giá quá cao hoặc quá thấp, đều sẽ dẫn đến thương vụ không thành công hoặc hiệu quả của thương vụ không cao.

Chính vì vậy, đề tài Định giá và M&A được nhiều nhà nghiên cứu, nhà chuyên môn trao đổi nhằm áp dụng tốt nhất những tiêu chuẩn định giá, kiến thức M&A quốc tế thực tiễn tại Việt Nam.

Các bài viết được giới thiệu trong cuốn sách *Bàn tròn định giá và M&A* đã được các chuyên gia của Công ty Cổ phần Thâm định giá (BTCVALUE) và một số chuyên gia, nhà nghiên cứu đến từ các trường đại học đăng trên ấn phẩm *Vietnam M&A Outlook* hoặc công bố tại Diễn đàn M&A Việt Nam từ năm 2009 đến nay.

Diễn đàn M&A Việt Nam - là sự kiện do Báo Đầu tư và AVM Vietnam phối hợp tổ chức dưới sự bảo trợ của Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Sau 10 lần tổ chức, Diễn đàn đã trở thành sự kiện thường niên lớn nhất Việt Nam về M&A và đầu tư chiến lược. Diễn đàn đã thu hút sự tham dự của hơn 450



diễn giả, trên 4.000 lãnh đạo cấp cao của các quỹ đầu tư, các tổ chức tư vấn, các tập đoàn, các doanh nghiệp Việt Nam và quốc tế.

BTCVALUE là tổ chức thẩm định giá chuyên nghiệp tại Việt Nam do Cục quản lý giá – Bộ Tài chính cấp phép hành nghề. BTCVALUE đồng thời là một trong các công ty thành viên của AVM Vietnam. Với 26 văn phòng trên phạm vi cả nước, BTCVALUE cung cấp các dịch vụ chuyên sâu về thẩm định giá bao gồm bất động sản, máy móc thiết bị, xác định giá trị doanh nghiệp. Với đội ngũ thẩm định viên, chuyên gia và cố vấn cao cấp của mình, chúng tôi là đơn vị tiên phong trong các hoạt động thẩm định giá đầu tư và M&A như: định giá thương hiệu, định giá doanh nghiệp và thẩm định giá mỏ khoáng sản.

Chúng tôi hy vọng và tin tưởng rằng, sau ấn phẩm đầu tiên này, Hội đồng biên soạn sẽ nhận được thêm những nghiên cứu, trao đổi của các chuyên gia M&A và định giá để có thể xuất bản tiếp những ấn phẩm Bàn tròn Định giá và M&A. Những bài viết này sẽ góp phần tạo ra một kênh trao đổi kiến thức và kinh nghiệm chuyên môn, đồng thời cung cấp những hướng dẫn cho các nhà đầu tư và doanh nghiệp để thành công trong các thương vụ M&A.

Mọi thông tin góp ý, trao đổi, hợp tác vui lòng liên hệ qua email: [info@btcvalue.vn](mailto:info@btcvalue.vn).

Trân trọng!

HỘI ĐỒNG BIÊN SOẠN

Hãy thử tưởng tượng trên thế giới này thiếu các thương vụ M&A, khi đó thế giới kinh doanh trở nên buồn tẻ & các công ty trở thành những thực thể cố định không có sự tăng trưởng đột phá.

## CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

*TS. Phạm Duy Nghĩa*

*TS Nguyễn Việt Khôi*

*Đặng Xuân Minh*

*Bùi Gia Tuân*



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

# MUA BÁN DOANH NGHIỆP TỪ GÓC NHÌN QUẢN TRỊ CÔNG TY

TS. Phạm Duy Nghĩa (2009)

*PGS. TS. Phạm Duy Nghĩa là một chuyên gia về pháp luật ở Việt Nam, hiện là giảng viên của Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright và Khoa Luật, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh. Trước đó, ông công tác nhiều năm tại Khoa Luật, Đại học Quốc gia Hà Nội. Ông là một trong những diễn giả của Diễn đàn M&A Việt Nam khi sự kiện được tổ chức lần đầu tiên tại Hà Nội vào năm 2009. Trong hội thảo đó, ông đã tham gia bài tham luận «Mua bán doanh nghiệp dưới góc nhìn quản trị công ty». Bài viết từ năm 2009 nhưng nhiều nội dung có giá trị sâu sắc đến thời điểm hiện nay.*

[1] **Dẫn nhập:** Mua bán công ty đã xuất hiện và sẽ trở nên sôi động ở Việt Nam, nhất là khi các nhà đầu tư từ Trung Hoa đại lục rùng rình tiền bạc bắt đầu nhắm tới các nguồn tài nguyên và kênh tiêu thụ ở Việt Nam. Việc này gồm nhiều công đoạn, diễn ra bằng nhiều cách, với sự tham gia của nhiều lực lượng chuyên gia, trong đó chuyên gia pháp lý thường đóng những vai trò lớn trong xác định doanh nghiệp mục tiêu, nhận diện các yếu tố tạo nên giá thành, giúp thương thảo và thiết kế các hợp đồng cũng như làm thủ tục hành chính để hoàn tất việc mua bán. Tham luận dưới đây góp phần tìm hiểu và bàn luận một cách sơ lược về vài khía cạnh pháp lý có thể cần được lưu tâm trong quá trình mua bán công ty.

[2] **Đối tượng mua bán:** Trên thực tế các loại hình doanh nghiệp đều có thể được mua bán, thậm chí các quyền lợi trong các liên danh không hình thành nên doanh nghiệp. Tuy nhiên, luật pháp không mấy quan tâm đến

việc mua bán kiot trên chợ hay một cửa hàng của tiểu thương, kể cả việc mua lại DNTN, phần vốn trong hợp danh hay các công ty TNHH tư nhân. Về cơ bản - quyền mua bán thuộc tự do khế ước; thuận mua vừa bán, miễn là không có những dấu hiệu làm cho việc mua bán có nguy cơ trở nên vô hiệu. Quan tâm của người làm luật tăng lên trong việc mua bán doanh nghiệp nhà nước - vì đó là bán của công cho tư nhân và mua bán các công ty cổ phần hoặc việc mua bán tạo nên sự lũng đoạn của độc quyền cản trở cạnh tranh bình thường. Thường luật pháp không mấy quan tâm đến việc mua bán công ty phải diễn ra như thế nào - không Nhà nước nào có thể thông thái hơn giới doanh nhân, việc tính toán mua bán bằng cách nào là tự do của họ. Nhà nước chỉ quan tâm để bảo vệ những lợi ích nhất định, ví dụ: (i) bảo vệ cạnh tranh, (ii) bảo vệ doanh nghiệp trong nước trước nguy cơ bị thôn tính bởi các tập đoàn nước ngoài, (iii) bảo vệ các cổ đông nhỏ có thể bị lừa gạt qua các cuộc mua bán, (iv) bảo vệ chủ nợ và người làm công trong công ty.

[3] **Cơ sở pháp lý:** Nếu nhìn nhận như vậy, việc mua bán công ty có liên quan đến nhiều thứ luật khác nhau, ví dụ: (i) các quy định về cổ phần hoá, cho thuê và khoán kinh doanh DNNN, (ii) các quy định của pháp luật đầu tư - liên quan tới những điều kiện, bảo hộ, thủ tục và các hạn chế hay khuyến khích đầu tư, (iii) các quy định liên quan đến pháp luật hợp đồng, (iv) các quy định của Luật Doanh nghiệp - liên quan tới thủ tục đăng ký lại, đăng ký bổ sung doanh nghiệp và bảo vệ chủ nợ hoặc cổ đông trong quản trị công ty, (v) các quy định của Luật Chứng khoán - đặc biệt liên quan đến nghĩa vụ minh bạch thông tin, bảo vệ cổ đông và giám sát của cơ quan nhà nước khi cần thiết, (vi) sự giám sát của cơ quan quản lý cạnh tranh. Khung khổ pháp lý cho những can thiệp này của Nhà nước đã tồn tại rải rác ít nhất trong 04 đạo luật, bao gồm: Luật Đầu tư 2005, Luật Doanh nghiệp 2005, Luật Chứng khoán 2006, Luật Cạnh tranh 2004. Cơ sở chung cho tự do khế ước có thể tìm thấy trong dân luật Việt Nam.

[4] **Quan tâm của quản trị công ty:** Mua bán công ty trở thành một mối quan tâm đáng kể trong quản trị công ty, nhất là khi thông tin về vụ mua bán bị rò rỉ ra bên ngoài, có thể ảnh hưởng rất trái chiều tới tâm lý các cổ đông và tâm lý những người lãnh đạo trong công ty. Được thiết kế dưới nhiều hình thức, mua bán công ty có thể diễn ra với việc phát hành cổ phần mới,

ưu tiên bán cho các cổ đông chiến lược, tăng vốn điều lệ, ký kết các liên minh chiến lược, sáp nhập, trở thành hệ thống đại lý phân phối hay bao tiêu. Về bản chất, mua công ty là giành lấy quyền kiểm soát quản lý nội bộ trong công ty mục tiêu, dù hình thức kiểm soát có thể rất khác nhau. Nếu mục đích thôn tính công ty có dấu hiệu thù địch, ví dụ nhằm loại bỏ đối thủ cạnh tranh, chủ ý tạo thông tin giả để ép giá trong thương thảo... thì thương vụ mua bán công ty cần được quan tâm hơn bởi các quy định của Luật Cạnh tranh và Luật Chứng khoán.

**[5] Bảo vệ cổ đông:** Nguyên tắc đáng lưu tâm nhất trong quản trị công ty - đó là quyền cơ bản của các cổ đông - nhất là các cổ đông phổ thông nhỏ phải được đảm bảo. Những quyền ấy, về cơ bản bao gồm: (i) quyền được có thông tin đủ, đúng, kịp thời, (ii) quyền được tự do chuyển nhượng cổ phần mà không bị làm khó dễ bởi thủ tục chuyển nhượng và đăng ký cổ phiếu, (iii) quyền được dự phần mua cổ phiếu phát hành thêm tương ứng với tỷ lệ cổ phiếu đang nắm giữ với những điều kiện thương mại bình đẳng trong cùng loại cổ phần, (v) quyền được dự họp hoặc uỷ quyền dự họp các đại hội cổ đông, (vi) quyền yêu cầu sử dụng các công cụ giám sát, thậm chí khởi kiện các lãnh đạo công ty nếu những người này có dấu hiệu vi phạm nghĩa vụ của người quản lý công ty. Trong các vụ mua bán công ty thông qua phát hành thêm cổ phần, cần lưu ý giá và các điều kiện thương mại khi phát hành thêm cổ phần cần được bình đẳng trong cùng loại cổ phần. Thêm nữa, các quy định về công bố thông tin về chuyển nhượng cổ phần theo Luật Chứng khoán 2006 phải được tuân thủ. Đây là điểm rất then chốt, bởi thiếu thông tin kịp thời thì năng lực phản ứng của các cổ đông nhỏ hầu như rất thấp. Quyền được “bỏ phiếu bằng chân” - tức là rút khỏi công ty, của các cổ đông nhỏ hầu như khó thực hiện nếu các thiết chế giám sát thông tin không hoạt động hiệu quả.

**[6] Hội đồng quản trị có đủ quyền và có trách nhiệm:** Nguyên tắc lớn thứ hai trong quản trị công ty là ban lãnh đạo, chủ yếu bao gồm các thành viên hội đồng quản trị, phải có đủ quyền và hành xử một cách có trách nhiệm đối với công ty. Điều ấy có nghĩa rằng đại hội cổ đông chỉ nên là những người bỏ tiền đầu tư, việc sử dụng tiền ấy như thế nào nên dành phần lớn cho hội đồng quản trị để xuất hoặc quyết định. Trong mua bán công ty, điều này liên quan

đến việc giữ bí mật tình hình thương thảo với các đối tác là công ty mục tiêu. Hội đồng làm việc theo nguyên tắc mỗi người một phiếu, phe thiểu số có thể cản trở đa số (chỉ cần 2/5 người chống lại là các nghị quyết của hội đồng quản trị không thể thông qua). Cũng như vậy, các thành viên ban kiểm soát đều có thể được tham dự các phiên họp của HĐQT, đều có quyền nhận tài liệu và phát biểu - họ chỉ không có quyền biểu quyết. Nếu các thương vụ mua bán doanh nghiệp được đưa ra bàn luận ở HĐQT thì nguy cơ rò rỉ thông tin chắc là rất lớn; nếu ảnh hưởng của thương vụ đó tới các nhóm cổ đông khác nhau, thậm chí đối kháng nhau, thì tâm lý tranh chấp về quyền lợi giữa các nhóm cổ đông có thể làm cho những phiên họp của HĐQT hoặc đại hội cổ đông trở nên căng thẳng. Những điều này về lâu dài chưa hẳn đã có lợi cho công ty và các cổ đông.

[7] **Vai trò của các quy chế nội bộ:** Từ thực trạng đó, xuất hiện một nhu cầu làm sao để các giám đốc vừa đủ quyền tự do thương thảo và hành xử một cách kín đáo, khôn ngoan; song cũng phải có trách nhiệm với công ty và không thể lạm dụng vị thế của mình để bóc lột công ty. Các nước khác hội đồng quản trị dành khá nhiều thời gian để thống nhất về các quy chế quản lý nội bộ (bylaw); trong khi cổ đông dành quyền chỉ định kiểm toán độc lập và quyền đề xuất các thành viên HĐQT (independent directors) nhằm cân bằng và chế ước quyền lực trong công ty. Ở Việt Nam các công ty đã có thư ký công ty hoặc thư ký HĐQT, nhiều công ty có ban pháp chế và thuê nhiều công ty luật tư vấn thường xuyên, song dường như quyền lực vẫn dồn khá lớn cho các chức danh Chủ tịch HĐQT và TGD công ty; các quy chế giám sát nội bộ đối với hai chức danh này chưa thật phổ biến. Ban kiểm soát, nếu là người làm công và hưởng lương trong công ty, thì khả năng giám sát HĐQT rất thấp.

[8] **Không chỉ thiếu luật - Thiếu cả động lực thi hành:** Cơ quan nhà nước không nên quá bận tâm với việc hướng dẫn M&A phải nên như thế nào, qua bao nhiêu bước, với những thủ tục gì và được những ai cấp phép. Các giao dịch mua bán công ty về cơ bản là tự do khế ước, đã là khế ước thì các bên tự tìm thông tin, tự mặc cả giá thành, tự lo lấy thương vụ.

- Nếu nhà nước **quan tâm bảo vệ cổ đông nhỏ** - thì phải chú tâm vào chất lượng, sự đầy đủ và kịp thời của các thông tin mà ban lãnh đạo công ty phải cung cấp cho Sở GD&ĐT hoặc cơ quan nhà nước. Dù đã được quy



định bởi Luật Chứng khoán 2006, song việc thực thi còn rất ướ oải, người vi phạm không bị xử phạt đúng mức và nghiêm khắc, sự coi thường và nhờn với pháp luật khó tránh khỏi.

- Nếu nhà nước quan tâm đến bảo vệ cạnh tranh - tức là bảo vệ người tiêu dùng, thì quyền lực (năng lực, quyền điều tra, quyền truy xét, quyền ban hành các phán quyết có hiệu lực như bản án) của Cục quản lý cạnh tranh và Hội đồng cạnh tranh phải được thực thi. Điều này đáng tiếc còn rất ít được quan tâm; sự lũng đoạn của độc quyền của các tập đoàn nước ngoài và thậm chí của các tập đoàn quốc doanh tuy khó chống đỡ, song cũng không nên được hậu thuẫn thêm bởi nhà nước.

- Nếu nhà nước quan tâm bảo vệ các chủ nợ và trật tự công, thì phải ưu tiên xây dựng một hệ thống đăng ký kinh doanh độc lập - chia sẻ thông tin mang tính quốc gia, không nên bị cát cứ bởi các Sở KHĐT các tỉnh. Có thể cần thảo luận thêm các thủ tục hành chính cần thiết để mua bán công ty nên được giới hạn bởi những thủ tục nào và các thủ tục ấy được thiết kế vì lợi ích của ai.

**[9] Giám sát tự do kế ước - xây dựng các thiết chế đáng tin cậy:** Trong một vụ mua bán công ty, không ai giám sát ban lãnh đạo tốt hơn là chính các cổ đông; cảm nhận về độc quyền không ai nhạy hơn là người tiêu dùng. Nếu mua bán công ty là tự do kế ước - thì giám sát họ mạnh nhất là từ sức ép của các cổ đông. Những người ấy phải được đảm bảo tố quyền, tức là quyền được khiếu nại ra toà án khi cần thiết để bảo vệ quyền lợi của mình. Thủ tục nộp đơn, nghĩa vụ chứng minh và hiệu lực của bản án (class action) phải được thiết kế đơn giản hơn cho cổ đông và đồn nghĩa vụ gánh chịu án phí cũng như nghĩa vụ chứng minh cho các giám đốc. Chỉ khi ấy toà án mới đáng tin cậy hơn đối với các cổ đông nhỏ. Nói cách khác, ngoài các thảo luận để sửa hoặc làm thêm luật cho hoạt động mua bán công ty, theo thiên nghĩ của tôi, cũng nên nghĩ tới các thiết chế thi hành pháp luật và bằng những cải cách nhỏ, cụ thể, từng bước làm cho các thể chế này độc lập, chuyên nghiệp; giúp bảo vệ lợi ích công cộng một cách hiệu quả hơn.

[Năm 2009]



# ĐỂ M&A THÀNH CÔNG, BẮT ĐẦU TỪ QUY TRÌNH

PGS.TS. Vũ Anh Dũng (2011)

## QUY TRÌNH CÓ LÀ VẤN ĐỀ QUYẾT ĐỊNH THÀNH CÔNG CỦA THƯƠNG VỤ M&A?

### Từ góc độ lý luận

Ngược lại với xu thế tăng trưởng của hoạt động M&A, nhiều nhà nghiên cứu và tổ chức<sup>1</sup> đã chỉ ra rằng phần lớn (tới 60%) các thương vụ M&A không đem lại giá trị cho cổ đông và có thể nói rằng thất bại. Một trong các nguyên nhân chính là các vấn đề nảy sinh trong các giai đoạn/pha của quy trình M&A<sup>2</sup> mà công ty phải đối mặt. Cơ sở khoa học cũng chỉ ra sự thiếu sót về số lượng các nghiên cứu tập trung phân tích và giải

<sup>1</sup> A.T. Kearney (1998), "Changes in Profitability after the M&A Transaction, 1998", in G Picot (Ed.) 2002,

+ KPMG (1999), "Unlocking Shareholder Value: The Key to Success – Mergers & Acquisitions. A Global Research Report", in RJ Borglese & PF Borgese 2002, M&A From Planning to Integration, McGraw-Hill, U.S.A, p. xiv.

<sup>2</sup> + Child, J, Falkner, D, & Pitkethly, R (2001), The Management of International Acquisitions, Oxford University Press, Oxford, UK.

+ A.T. Kearney (1988), "Business International", in G Picot (Ed.) 2002, Handbook of International Mergers and Acquisitions, Palgrave MacMillan, p. 15.

+ Haspeslagh, PC & Jemison, DB 1991, Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal, Free Press, New York.

## CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

quyết các vấn đề trong mỗi pha/giai đoạn của quy trình M&A (ví dụ có rất ít các nghiên cứu tập trung vào giai đoạn hợp nhất<sup>1</sup>).

Về mặt lý luận khoa học, quy trình để thực hiện một thương vụ đầu tư sáp nhập (gọi tắt là quy trình M&A) đã được đề cập như sau:

- Quy trình M&A gồm 4 giai đoạn chính: lập kế hoạch chiến lược, điều tra và lựa chọn, đàm phán và hợp nhất<sup>2</sup>.

- Quy trình M&A gồm 3 giai đoạn chính: viễn cảnh chiến lược về việc lập kế hoạch M&A, phân tích các đối tác tiềm năng và các chiến lược hợp nhất. Mỗi giai đoạn này gồm một số nhiệm vụ chi tiết cụ thể<sup>3</sup>.

- Quy trình M&A như là một quy trình học hỏi: Quy trình này gồm 4 bước chính – phân loại và lựa chọn đối tác, trước khi hoàn thành thương vụ M&A, đàm phán và sau khi hoàn thành thương vụ M&A. Các vấn đề và các giải pháp nảy sinh trong mỗi bước cũng được bàn thảo<sup>4</sup>.

- Quy trình M&A gồm 5 giai đoạn: mục tiêu tài chính và chiến lược, giai đoạn thương vụ, giai đoạn chuyển tiếp, giai đoạn hợp nhất và đánh giá<sup>5</sup>.

- Quy trình M&A thành 3 giai đoạn chính: lập kế hoạch, thực hiện và hợp nhất. Mỗi giai đoạn được bao gồm các nhiệm vụ cụ thể<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> + Shimizu, K, Hitt, MA, Vaidyanath, D & Pisano, V (2004), "Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future" *Journal of International Management*, Vol. 10, Issue 3, pp. 307-353.

+ Borghese, RJ & Borgese, PF (2002), *M&A from Planning to Integration: Executing Acquisitions and Increasing Shareholder Value*, McGraw-Hill, U.S.A.

<sup>2</sup> Howell, RA (1970), "Plan to Integrate Your Acquisitions", *Harvard Business Review*, Vol. 48, Issue 6, pp. 66-76.

<sup>3</sup> Clemente, MN & Greenspan, DS (1998), *Winning at Mergers and Acquisitions: the Guide to Market-Focused Planning and Integration*, Wiley, Chichester, New York.

<sup>4</sup> Very, P & Schweiger, DM (2001), "The Acquisition Process as a Learning Process: Evidence from a Study of Critical Problems and Solutions in Domestic and Cross-Border Deals", *Journal of World Business*, Vol. 36, Issue 1, pp. 11-31.

<sup>5</sup> Schweiger, DM (2002), "Merge Right", *Business & Economic Review*, Vol. 48, Issue 3, pp. 3-11.

<sup>6</sup> Picot, G (Ed.) (2002), *Handbook of International Mergers and Acquisitions: Preparation, Implementation and Integration*, Palgrave Macmillan, Great Britain.

- Quy trình M&A được cấu trúc thành 3 giai đoạn: kế hoạch, hành động và thực hiện<sup>1</sup>.

Như vậy có thể thấy rằng các quy trình này thường rất văn tắt và được chia ra thành một vài giai đoạn chính với những thuật ngữ hoàn toàn khác nhau và thường rất khó khăn để doanh nghiệp áp dụng, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp Việt Nam – khi khái niệm M&A vẫn còn chưa được hiểu một cách toàn diện – thì cần có một hướng dẫn cụ thể chi tiết. Điều này cũng đem lại những khó khăn cho việc nghiên cứu sâu hơn về hoạt động M&A.

### Từ góc độ thực tiễn (tư vấn)

Về mặt thực tiễn, một số công ty tư vấn cũng đưa ra các quy trình M&A riêng của họ như sau:

- Quy trình M&A được đưa ra bởi hãng tư vấn Arthur Young gồm 8 bước: (1) phân công trách nhiệm tại cấp độ quản lý hoạch định chính sách, (2) xây dựng kế hoạch M&A, (3) xây dựng các tiêu chí cho M&A, (4) xác định đối tác tiềm năng để thực hiện M&A, (5) giao tiếp với các đối tác tiềm năng cho M&A, (6) nghiên cứu đối tác M&A, (7) đàm phán và (8) hợp nhất<sup>2</sup>.

- Quy trình M&A phát triển bởi hãng tư vấn A.T. Kearney gồm các giai đoạn: phát triển chiến lược, chọn lựa ứng cử viên, đàm phán, hoàn tất thương vụ, và hợp nhất<sup>3</sup>.

- FPT Securities cũng đưa ra một quy trình 3 bước thực hiện M&A xác định các doanh nghiệp mục tiêu cho giao dịch M&A, xác định giá trị giao dịch, và đàm phán giao kết và thực hiện thỏa thuận hợp đồng giao dịch M&A<sup>4</sup>. Tuy nhiên, quy trình này được tổng hợp lại từ nguồn tham khảo nước ngoài nên không có giá trị mới và khá là cơ bản.

<sup>1</sup> Borghese, RJ & Borgese, PF (2002), *M&A from Planning to Integration: Executing Acquisitions and Increasing Shareholder Value*, McGraw-Hill, U.S.A.

<sup>2</sup> Bibler, RS (Ed.) (1989), *The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, U.S.A.

<sup>3</sup> Borghese, RJ & Borgese, PF (2002), *M&A from Planning to Integration: Executing Acquisitions and Increasing Shareholder Value*, McGraw-Hill, U.S.A.

<sup>4</sup> FPT Securities (2008), “Trình tự cơ bản để thực hiện giao dịch M&A”.

Khi so sánh với cơ sở lý luận khoa học thì có thể thấy rằng các quy trình đưa ra từ thực tiễn (tư vấn) cũng rất chung chung và khái quát gồm một vài bước cơ bản. Để đánh giá tính có thể áp dụng được và tính phù hợp của các quy trình này, việc so sánh với một quy trình M&A diễn ra trong thực tế sẽ giúp làm rõ điều này.

### ***Quy trình thu tóm hay sáp nhập của ABB***

ABB là công ty chuyên về công nghệ tự động hóa và năng lượng với trụ sở chính đặt tại Zurich, Thụy Sĩ. Hoạt động kinh doanh của công ty bao gồm 4 lĩnh vực: các sản phẩm năng lượng, tự động hóa và các chuyển động riêng rẽ, các sản phẩm biến thế thấp, tự động hóa về quy trình. Lịch sử của ABB xuyên suốt hơn 120 năm bắt đầu từ cuối thế kỷ XIX với một bề dày thành tích về đổi mới và dẫn dắt về công nghệ trong nhiều ngành và lĩnh vực. Tại Việt Nam, ABB đã thành lập chi nhánh vào năm 1993. Trụ sở chính tại Hà Nội, ABB Việt Nam có các văn phòng tại Thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Vũng Tàu và Bắc Ninh.

Xuyên suốt lịch sử phát triển của mình ABB đã mua lại và hợp nhất với nhiều công ty trên toàn thế giới. Tiên thân của ABB là việc hợp nhất 2 công ty ASEA và BBC vào năm 1988 để tạo ra công ty ABB với doanh thu vào thời điểm đó đạt 17 tỉ USD và tuyển dụng khoảng 160.000 lao động trên toàn cầu. Hàng năm ABB liên tục thực hiện các thương vụ thu tóm để phát triển theo chiều sâu và dần mở rộng lĩnh vực kinh doanh như việc thu tóm Công ty Ventyx (cung cấp giải pháp về phần mềm cho việc quản trị các mạng lưới về năng lượng) vào năm 2010, Công ty Ensto Busch-Jaeger Oy (Phần Lan) vào năm 2009, Công ty Kuhlman Electric Corporation vào năm 2008, Công ty Vectek Electronics (New Zealand) vào năm 2008. Do hoạt động M&A là một trong các hoạt động thường xuyên của công ty nên ABB đã xây dựng một quy trình thu tóm hay sáp nhập được tổng hợp từ các thương vụ ABB đã thực hiện. Bảng 1 miêu tả các giai đoạn trong quy trình M&A của ABB trong đó ABB chia quy trình M&A của mình thành 9 giai đoạn và mỗi giai đoạn có các nội dung công việc tương ứng rất cụ thể và chi tiết.

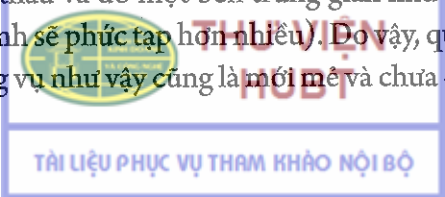
Bảng 1: Các giai đoạn trong quy trình thầu tóm hay sáp nhập của ABB

Giai đoạn	Nhiệm vụ chính	Các hoạt động
Giai đoạn 0	Thanh tra; Đấu thầu chính thức và Phê duyệt về quy định (Due diligence, Formal bid and Regulatory approval)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đánh giá lý do chiến lược thầu tóm</li> <li>- Đánh giá cộng hưởng, tài liệu minh chứng hóa và đánh giá</li> <li>- Thanh tra mở rộng</li> <li>- Phân tích rủi ro</li> <li>- Chính thức nộp đơn đấu thầu</li> <li>- Phê duyệt của Ủy ban chống độc quyền</li> </ul>
Giai đoạn 1	Kết thúc thương vụ; Ủy ban chỉ đạo và Giám đốc dự án; Các kế hoạch dự kiến (Closing, Steering Committee and Project Manager, Draft Plans)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đóng thương vụ</li> <li>- Thành lập Ban chỉ đạo</li> <li>- Chỉ định giám đốc hợp nhất dự án</li> <li>- Thông cáo báo chí dự thảo</li> <li>- Kế hoạch 100 ngày dự thảo</li> <li>- Kế hoạch truyền thông dự thảo</li> <li>- Đánh giá sự phức tạp của hợp nhất</li> <li>- Đánh giá các rào cản văn hóa</li> <li>- Đánh giá kinh doanh và các lãnh đạo bộ phận chức năng</li> </ul>
Giai đoạn 2	Hợp nhất và các sự kiện giai đoạn sau kết thúc thương vụ (Post-Closing Events & Integration)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thâu tóm chính</li> <li>- Các nhóm chức năng</li> <li>- Nguồn nhân lực ban đầu</li> <li>- Các nhóm vận hành</li> <li>- Định nghĩa triết lý hợp nhất</li> <li>- Buổi họp ban đầu về kế hoạch</li> </ul>
Giai đoạn 3	Ngày 1: Buổi họp ban đầu; Tập trung ngoại vi; Truyền thông; Thành lập nhóm (Kick-off Meeting, Front End Focus, Communication, Team Formation)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thâu tóm chính</li> <li>- Các nhóm chức năng</li> <li>- Nguồn nhân lực ban đầu</li> <li>- Các nhóm vận hành</li> <li>- Định nghĩa triết lý hợp nhất</li> <li>- Buổi họp ban đầu về kế hoạch</li> </ul>
Giai đoạn 4	Quản lý chuỗi cung ứng, bất động sản, nhân sự, thuế, pháp lý và tài chính (Financial, Legal, Tax and HR, Real Estate, Supply Chain Management)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Các vấn đề về pháp lý, thuế và tài chính</li> <li>- Nguồn nhân lực</li> <li>- Bất động sản</li> <li>- Công nghệ thông tin</li> <li>- Quản trị chuỗi cung ứng</li> </ul>

**CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A**

<b>Giai đoạn</b>	<b>Nhiệm vụ chính</b>	<b>Các hoạt động</b>
Giai đoạn 5	Theo dõi kiểm soát kinh doanh; Theo dõi cộng hưởng; Tái cấu trúc (Business Control, Synergies, Restructuring follow up)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị sáp nhập</li> <li>- Kiểm soát kinh doanh</li> <li>- Vận hành kinh doanh</li> <li>- Duy trì khách hàng</li> <li>- Các giá trị cộng hưởng</li> </ul>
Giai đoạn 6	Các nhiệm vụ chức năng (Functional Task Forces)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tài chính</li> <li>- Bất động sản</li> <li>- Nhân lực</li> <li>- Các quyết định về IT</li> </ul>
Giai đoạn 7	Các nhiệm vụ kinh doanh (Business Task Forces)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị hợp nhất</li> <li>- Truyền thông</li> <li>- Vận hành kinh doanh</li> <li>- Hợp nhất cấu trúc</li> <li>- Các đối tác về kênh</li> </ul>
Giai đoạn 8	Quản trị dự án hợp nhất (Integration Project Management)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị hợp nhất</li> <li>- Vận hành kinh doanh</li> </ul>
Giai đoạn 9	Tài liệu hóa hậu thu tóm (Post Acquisition documentation)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị hợp nhất</li> <li>- Đóng/kết thúc dự án</li> </ul>
Giai đoạn 0, 1, 2: Pha trước thu tóm Giai đoạn 3, 4, 5: Pha chuyển tiếp		Giai đoạn 6, 7: Pha hợp nhất Giai đoạn 8, 9: Pha thống nhất

Như vậy có thể thấy rằng khi so sánh với các bước trên thực tế diễn ra trong các thương vụ M&A của ABB, các quy trình đã được đề cập từ góc độ lý luận (khoa học) và thực tiễn (các công ty tư vấn) đều chung chung và thiếu cụ thể. Do vậy các quy trình đó không mang tính hữu ích và ứng dụng cao để các công ty có thể áp dụng khi tham gia vào hoạt động M&A. Thêm vào đó, như đã đề cập, hoạt động M&A tại Việt Nam hiện nay mới chỉ đa phần tập trung vào hình thức mua hay nhượng lại một phần cổ phần của các đối tác chứ chưa thực sự là hình thức hợp nhất hay mua toàn bộ 100% sở hữu giữa các bên giống như hoạt động M&A quốc tế. Trong những trường hợp như vậy thì quy trình M&A đơn giản hơn nhiều so với thực tế (ví dụ trong trường hợp khi một thương vụ M&A được thực hiện thông qua việc đấu thầu và do một bên trung gian như ngân hàng đầu tư thực hiện thì quy trình sẽ phức tạp hơn nhiều). Do vậy, quy trình M&A chi tiết trong các thương vụ như vậy cũng là mới mẻ và chưa được thực sự phát





triển bởi các doanh nghiệp tại Việt Nam dẫn tới việc doanh nghiệp chắc chắn sẽ gặp phải nhiều rủi ro khi không thể lường trước được nếu thực sự tham gia vào M&A thay đổi quyền kiểm soát và sở hữu giữa 2 hay nhiều bên chưa hề có quan hệ đối tác trước giống như của quốc tế.

### Thay lời kết

Trên thực tế quy trình M&A thường chi tiết gồm nhiều giai đoạn (pha) với những nhiệm vụ và lộ trình cụ thể. Tuân theo một quy trình M&A đầy đủ và chi tiết sẽ giúp cho các doanh nghiệp trong nước (và quốc tế) thực hiện các thương vụ M&A một cách bài bản hơn, nhận biết đầy đủ được các thách thức trong từng giai đoạn và từ đó tăng tỉ lệ thành công các thương vụ M&A. Một quy trình M&A đầy đủ này cũng sẽ giúp tăng số lượng nghiên cứu sâu hơn vào từng pha của quy trình để thúc đẩy các hoạt động M&A. Trường hợp phân tích về công ty ABB nói trên là một tình huống tham khảo hữu ích từ góc độ tiếp cận về quy trình M&A cho cả doanh nghiệp và khoa học. Việc mở rộng nghiên cứu thêm các quy trình/ các bước thực hiện chi tiết trong những thương vụ M&A được thực hiện bởi các công ty trên thế giới là cần thiết để từ đó tổng hợp nên được một quy trình M&A toàn diện và đầy đủ hơn.

# CỘNG HƯỞNG – NGHỆ THUẬT QUẢN LÝ HAY SỰ NGẠO MẠN

**TS. Vũ Anh Dũng (2012)**

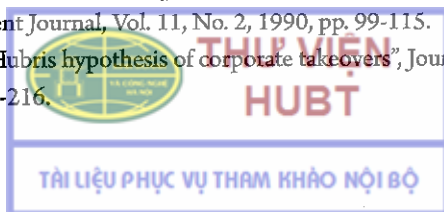
Trong hoạt động M&A, thuyết “cộng hưởng” cho rằng việc mua lại xảy ra khi tổng giá trị của doanh nghiệp hậu sáp nhập lớn hơn tổng giá trị của các doanh nghiệp độc lập. Lợi ích của cộng hưởng thu được từ hiệu quả hoạt động, năng lực thị trường tăng lên hay các khía cạnh lợi nhuận tài chính khác<sup>1</sup> và được phân chia cho cổ đông của doanh nghiệp đi mua và doanh nghiệp mục tiêu. Thuyết cộng hưởng giả định rằng nguồn lực chuyên dụng của doanh nghiệp này hoàn toàn không phù hợp với doanh nghiệp khác và tồn tại những xung đột va chạm thị trường khiến nguồn lực dư thừa không được trao đổi giữa các doanh nghiệp. Lợi thế của cộng hưởng được tạo ra từ việc chuyển giao tài sản vô hình, cơ hội phát triển thị trường, việc tăng giá trị cho các tài sản bị đánh giá thấp trong thị trường nội địa, và những thay đổi về hiệu quả thị trường xuyên quốc gia hay rộng hơn đó là những thay đổi trong hệ thống quản trị.

Tuy nhiên, cũng tồn tại thuyết “ngạo mạn” và thuyết “nghệ thuật quản lý” để giải thích cho việc thực hiện các thương vụ M&A. Thuyết “ngạo mạn” chỉ ra các nhà quản lý đánh giá sai doanh nghiệp mục tiêu nhưng vẫn tiến hành việc mua lại vì cho rằng nhận định của họ đúng đắn<sup>2</sup>. Thuyết

<sup>1</sup> + H. Singh & C. Montgomery, “Corporate acquisition strategies and economic performance”, Strategic Management Journal, Vol. 8, 1987, pp. 377-386.

+ Anju Seth, “Value Creation in Acquisitions: A re-examination of performance issues”, Strategic Management Journal, Vol. 11, No. 2, 1990, pp. 99-115.

<sup>2</sup> Richard Roll, “The Hubris hypothesis of corporate takeovers”, Journal of Business, Vol. 50, No. 2, 1986, pp. 197-216.



“nghệ thuật quản lý” lại cho rằng các nhà quản lý lao vào mua lại các doanh nghiệp với mục đích tối đa hóa độ thỏa dụng của họ. Do việc trả thưởng cá nhân (*compensation*) thường gắn chặt với lượng tài sản nhà quản lý nắm giữ nên nhà quản lý tìm cách đạt được sự tăng trưởng cao hơn trong lượng tài sản đó. Thêm vào đó, các nhà quản lý cũng có thể có động lực tham gia vào quá trình đa dạng hóa nhằm giảm những rủi ro liên quan đến nguồn nhân lực trong nước. Tuy nhiên, nếu như thiếu cơ chế quản trị vững mạnh thì các nhà quản lý có thể sẽ chi trả quá mức cho quá trình này.

Tạp chí *Industry Week* đã chỉ ra các đặc tính tiêu cực của M&A trong đó bao gồm việc cộng hưởng và các khía cạnh khác xuất phát từ chính góc độ nhà quản lý có liên quan đến tư tưởng cốt lõi của các thuyết trên<sup>1</sup>:

**Cộng hưởng (*synergy*):** Mọi thương vụ sáp nhập, đối với các CEO, trước hết là về Cộng hưởng – có nghĩa là “vì họ cũng không biết phải làm gì với các đơn vị kinh doanh thua lỗ, tốt hơn cả là gộp các đơn vị này vào và xem chúng có hoạt động tốt hơn không, sau đó nhận lấy tiền thưởng”. Các nhà đầu tư thường bị đánh lừa bởi khái niệm này, chủ yếu vì họ cũng không biết phải làm gì với cổ phần bị mất giá của mình trong các công ty này. Sớm hay muộn thì toàn bộ khái niệm cộng hưởng cũng sụp đổ do tạo ra một lỗ đen trong doanh nghiệp và biến mọi nhà quản lý – những người đứng mũi chịu sào trở nên thất nghiệp.

**Tính hiệu quả:** Những CEO luôn nghĩ tới việc sáp nhập không chỉ tính tới cộng hưởng mà còn quan tâm đến tính hiệu quả. Để giải quyết việc dư thừa lao động, giải pháp hợp logic duy nhất là gộp tất cả lao động vào thành một tập thể thậm chí còn kém hiệu quả hơn, và cho nghỉ việc một nửa trong số đó. Hoặc đưa họ tới một cơ sở khác của công ty, nơi cơ sở vật chất còn rất nghèo nàn. Hoặc cho thôi việc tất cả và thuê sản xuất ngoài tại một nước khác.

**Hợp nhất:** Một trong các chìa khóa cho thành công của thương vụ sáp nhập là nhà quản lý cần tuyên bố ý định “nhanh chóng thực thi một kế hoạch hợp nhất được tính toán cẩn thận, tiến tới việc sáp nhập bình đẳng” (*merger of equal*). Trên thực tế, mặc dù hệ thống tài chính, mạng đường

<sup>1</sup> John R. Brandt, “Putting the sin in synergy”, *Industry Week*, Jan. 2008.

trục Internet (IT backbone) hay các quy trình sản xuất của công ty đi mua lại có tới đến đâu thì họ vẫn sẽ nhanh chóng ở vị thế cao hơn so với đối tác (doanh nghiệp bị mua lại) bị kìm kẹp của mình và hậu quả là:

- Những công thức phân phối mới được đưa ra sẽ kìm hãm các nghiệp vụ sinh lời mới, ngay cả khi các nghiệp vụ này có thể san sẻ gánh nặng cho những đơn vị kinh doanh già cỗi, sinh lời kém và đang hấp hối trong cơn bão cạnh tranh toàn cầu.

- Sự hợp nhất gọn nhẹ của nhiều hệ thống IT khác nhau sẽ tăng ngân sách, lương và sự dư thừa của máy tính mới và những email hay số liệu tài chính bị che giấu đi.

- Sự định kiến từ phía ban quản lý của các doanh nghiệp mua lại đối với những gì không được phát minh từ chính doanh nghiệp mình sẽ ngăn cản mọi quá trình phát triển tiềm năng có thể được tiếp thu từ công ty bị mua lại. Thêm vào đó, các quản lý tài giỏi nhất từ công ty bị mua lại có thể bị cô lập và làm cho nản chí, khiến họ rời bỏ công ty trước khi có thể xóa bỏ được hiện trạng ổn định nhưng kém năng lực ở đối tác có vị thế cao hơn (tức là doanh nghiệp đi mua lại).

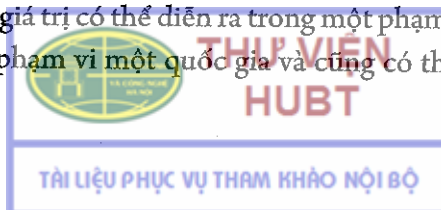
Thực tế trên thế giới cho thấy đã có nhiều thương vụ M&A thất bại với nhiều nguyên nhân đã được chỉ ra theo các thuyết trên. Hàm ý được đưa ra đối với các cổ đông/các nhà đầu tư thì việc hiểu biết về quy trình M&A cũng như lợi ích của các bên liên quan (trong đó bao gồm lợi ích cũng như yếu tố “con người” của đội ngũ quản lý doanh nghiệp đại diện cho cổ đông) là cần thiết trong việc chấp thuận các giao dịch M&A cũng như việc hoạch định ra các đường hướng chiến lược phát triển và việc thực thi các chiến lược này.

# M&A VÀ CƠ HỘI THẦU TÓM NHỮNG CHUỖI GIÁ TRỊ CÓ THƯƠNG HIỆU

TS. Nguyễn Việt Khôi (2011)

*PGS. TS. Nguyễn Việt Khôi là Phó chủ nhiệm Khoa Kinh tế & Kinh doanh quốc tế tại Trường Đại học Kinh tế - ĐH Quốc gia Hà Nội. Ông nghiên cứu chuyên sâu về các vấn đề đầu tư quốc tế, công ty đa quốc gia và chuỗi giá trị toàn cầu. Bài viết "M&A và cơ hội thầu tóm những chuỗi giá trị có thương hiệu" được viết năm 2011 cùng thời điểm nghiên cứu đề tài chuỗi giá trị tại ĐH Columbia theo chương trình Fulbright. Bài viết có tính dự báo và vẫn còn giá trị đến thời điểm hiện tại.*

Chuỗi giá trị gồm toàn bộ các hoạt động để tạo ra một sản phẩm từ khâu phát minh đến khi bán ra thị trường và các dịch vụ hậu bán hàng có liên quan tới sản phẩm đó. Những hoạt động chính trong chuỗi giá trị bao gồm: thiết kế, sản xuất, marketing, phân phối và các dịch vụ cung cấp cho khách hàng cuối cùng. Chuỗi giá trị có thể được tạo ra bởi một công ty và cũng có thể được tạo ra bởi nhiều công ty khác nhau. Trong chuỗi giá trị, các hoạt động không chỉ bao gồm cả hoạt động sản xuất hàng hóa hữu hình mà còn bao gồm các hoạt động dịch vụ. Chuỗi giá trị có thể chia thành chuỗi giá trị giản đơn và chuỗi giá trị mở rộng. Chuỗi giá trị giản đơn, chuỗi các hoạt động cơ bản từ điểm đầu đến điểm cuối của một sản phẩm, ví dụ điểm đầu của sản phẩm là nghiên cứu, thiết kế, sản xuất, phân phối và điểm cuối là tiêu dùng. Chuỗi giá trị mở rộng là chuỗi chi tiết hóa các hoạt động cơ bản trong chuỗi giá trị giản đơn, mức độ chi tiết hóa các hoạt động cơ bản càng cao càng cho thấy sự tham gia của các thành viên vào chuỗi. Chuỗi giá trị có thể diễn ra trong một phạm vi hẹp tại một vùng miền hoặc trong phạm vi một quốc gia và cũng có thể diễn ra ở phạm vi



toàn cầu. Với chuỗi giá trị diễn ra trên phạm vi toàn cầu, ta gọi là chuỗi giá trị toàn cầu. Thông qua chuỗi giá trị toàn cầu, các công ty xuyên quốc gia phối hợp hoạt động trong quá trình sản xuất nhằm tận dụng lợi thế so sánh để có được chi phí sản xuất thấp nhất. Cũng chính vì vậy, các công ty đa quốc gia luôn là những chủ thể tiên phong trong việc thiết lập, quản lý và điều hành hầu hết các chuỗi giá trị toàn cầu trên toàn thế giới. Các công ty xây dựng nhà máy sản xuất một sản phẩm tại một quốc gia và nghiên cứu, thiết kế sản phẩm ở một quốc gia khác, sau đó mang thành phẩm bán ra thị trường toàn cầu. Việc thiết lập, quản lý và điều hành chuỗi giá trị phức tạp hơn khi các công ty ký các hợp đồng thuê các công ty bên ngoài thực hiện một số khâu hoặc cung cấp một số dịch vụ trong quá trình sản xuất sản phẩm, ví dụ thuê nguồn lực bên ngoài (outsourcing), chuyển một số hoạt động ra nước ngoài (offshoring), thuê nhà sản xuất thiết kế gốc (ODM), thuê nhà sản xuất sản phẩm gốc (OEM), ký các hợp đồng với các nhà thầu phụ (sub-contractors),...

Đối với một nhà đầu tư, để có thể sở hữu một chuỗi giá trị, họ có thể lựa chọn xây dựng mới một chuỗi giá trị thông qua các hoạt động đầu tư trực tiếp hoặc lựa chọn cách thầu tóm một chuỗi giá trị đã có sẵn thông qua hoạt động mua bán và sáp nhập. Về cơ bản, việc xây dựng mới một chuỗi giá trị mới rất phức tạp đối với những nhà đầu tư chưa có kinh nghiệm và kết quả là chuỗi giá trị mới được thiết lập hoạt động không hiệu quả. Do vậy, nhiều nhà đầu tư đã chuyển sang tìm kiếm cơ hội thầu tóm các chuỗi giá trị bằng hoạt động mua lại công ty. Trong quá khứ, nhiều nhà đầu tư của Nhật, Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan, ... đã sử dụng hình thức mua bán và sáp nhập để thầu tóm những chuỗi giá trị có thương hiệu từ các công ty đa quốc gia và sau đó quản lý, điều hành các chuỗi này hiệu quả cho tới hôm nay. Gần đây, các doanh nghiệp Trung Quốc cũng đã thầu tóm những chuỗi giá trị có thương hiệu của thế giới. Trong số đó có thể kể tới một số vụ điển hình như Lenovo Trung Quốc mua lại chuỗi sản xuất máy tính xách tay thương hiệu IBM của Mỹ; Công ty ô tô Thượng Hải Trung Quốc mua lại công ty sản xuất ô tô MG Rover của Anh; Công ty sản xuất thiết bị gia dụng Haier Trung Quốc mua lại các chi nhánh sản xuất các sản phẩm liên quan của các công ty đa quốc gia tại thị trường này;... Việc thầu tóm các chuỗi giá trị có thương hiệu từ các công ty đa quốc gia đang

giúp các quốc gia đang phát triển như Trung Quốc định vị vai trò của họ trong bản đồ kinh tế thế giới, giúp quốc gia này tăng khả năng cạnh tranh và quảng bá hình ảnh ra thế giới...

Việt Nam hiện có nhiều tập đoàn lớn với số vốn hàng chục tỷ đô la. Tuy nhiên, những chuỗi giá trị do các tập đoàn này sở hữu, quản lý, điều hành mới đang bó hẹp trong phạm vi quốc gia và thương hiệu chuỗi giá trị của các tập đoàn này trên thị trường thế giới còn khá khiêm tốn. Do vậy, trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy thoái, các tập đoàn này có thể nghĩ đến cơ hội sở hữu các chuỗi giá trị có thương hiệu bằng hình thức mua bán và sáp nhập công ty. Việc thu tóm một chuỗi giá trị thương hiệu thế giới mà các chúng ta có thể lựa chọn là (i) thu tóm các công ty đang cạnh tranh trong cùng ngành (thu tóm theo chiều ngang). Hình thức này sẽ giúp chúng ta tái cơ cấu ngành trên phạm vi toàn cầu thông qua việc hiệp lực các nguồn lực và có được thị phần lớn hơn. Hình thức này sẽ phù hợp đối với các tập đoàn Việt Nam trong những ngành công nghiệp điển hình như dược phẩm, xăng dầu, ô tô, và các ngành công nghiệp dịch vụ; (ii) thu tóm các chuỗi giá trị theo quan hệ người mua, người bán, nhà cung cấp và khách hàng (thu tóm theo chiều dọc). Hình thức này phù hợp khi chúng ta muốn giảm thiểu chi phí giao dịch hoặc khi chúng ta không chắc chắn về lợi nhuận có được trong chuỗi. Ví dụ, chúng ta có thể thu tóm các chuỗi giá trị có thương hiệu của nhà cung cấp các linh kiện, phụ liệu cho chúng ta; (iii) thu tóm các công ty trong các lĩnh vực khác nhau (thu tóm hỗn hợp) nhằm mục đích đa dạng hóa đầu tư và chia sẻ rủi ro.

Suy thoái kinh tế toàn cầu khiến cho giá cổ phiếu của công ty đa quốc gia trở nên rẻ hơn bao giờ hết và các nhà đầu tư Việt đang có cơ hội sở hữu những chuỗi giá trị thương hiệu thông qua hình thức mua bán và sáp nhập. Nếu có chiến lược đúng đắn và kịp thời trong giai đoạn này, Việt Nam hoàn toàn có thể sở hữu, điều hành và quản lý những chuỗi giá trị thương hiệu toàn cầu mà các tập đoàn đa quốc gia phải mất hàng thế kỷ mới xây dựng được.



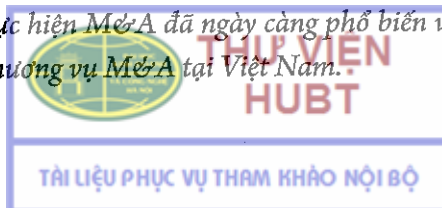


# CHIẾN LƯỢC M&A ĐỂ TĂNG TRƯỞNG ĐỘT PHÁ

Đặng Xuân Minh & nhóm MAF (2013)

Năm 2013, bắt đầu xuất hiện những thương vụ M&A chủ động và có tính chiến lược của doanh nghiệp Việt Nam. Đó cũng là lý do Đặng Xuân Minh & nhóm MAF bắt đầu nghiên cứu một số đặc điểm khái quát về chiến lược M&A của doanh nghiệp Việt Nam. Sau 4 năm nhìn lại, dù có cả thành công & thất bại nhưng có thể nhận định Chiến lược M&A để tăng trưởng đột phá đã được các doanh nghiệp Việt Nam thực hiện rõ ràng và có chủ đích hơn.

- **Nghiên cứu trên thế giới cho thấy, M&A là một xu hướng phổ biến và là một chiến lược tạo ra nhiều công ty hàng đầu. Từ Microsoft, Berkshire Hathaway, IBM... đến ArcelorMittal, Google... mỗi công ty đã thực hiện hàng chục đến hàng trăm thương vụ lớn nhỏ nhằm tạo ra đế chế kinh doanh của mình. Theo triết lý này, mục đích của M&A là tạo ra một doanh nghiệp có nhiều tiềm lực mạnh hơn về vốn, tài chính do có thể tiết kiệm chi phí, nhân lực, thị trường, kênh phân phối... nhằm có thể phát triển để trở thành doanh nghiệp dẫn đầu trong một thị trường đang phát triển nhanh.**
- **Nếu như trước năm 2009, khi nói đến mua bán sáp nhập, người ta chỉ nghĩ đến các thương vụ nước ngoài mua lại hoặc đầu tư vào doanh nghiệp Việt Nam. Tuy vậy, kể từ năm 2009 - 2013, hiện tượng các doanh nghiệp Việt Nam thực hiện M&A đã ngày càng phổ biến và chiếm khoảng 40% tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam.**



- *Mỗi thương vụ đều có những toan tính chiến lược đằng sau của người thực hiện. Những chiến lược đó cũng đã tạo thành công vượt bậc cho một số doanh nghiệp Việt Nam như Masan, Kinh đô, Hùng Vương, Vingroup....*

### **Chiến lược tăng trưởng đột phá**

M&A đã xuất hiện ở Việt Nam cách đây không lâu và chỉ thực sự sôi động khoảng 5 năm trở lại đây nhưng nó cũng đã để lại dấu ấn đậm nét như là một kênh đầu tư quan trọng của giới đầu tư Việt Nam.

5 năm qua chúng ta cũng đã chứng kiến sự trưởng thành mạnh mẽ trong việc chủ động tiếp cận và làm chủ M&A của giới doanh nghiệp Việt Nam. Số liệu thống kê cho thấy 40% số thương vụ có sự tham gia của doanh nghiệp Việt Nam trong vai trò người đi mua.

M&A là công cụ thực hiện mục tiêu tăng trưởng đột phá cho doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp có tham vọng trở thành những đế chế kinh doanh mới với quy mô quốc tế và có tốc độ tăng trưởng cao. Có thể nhìn thấy qua những câu chuyện tăng trưởng từ các thương vụ M&A của Masan, Kinh Đô, Hùng Vương, Vingroup, Viettel, Doji...

Trong khuôn khổ bài viết này, chúng tôi điểm qua những thương vụ 3 công ty có chiến lược M&A tương đối rõ ràng và đã đạt được những kết quả nhất định.

### **Masan hay là M&Asan với những thương vụ đình đám**

Một doanh nghiệp có mức độ tăng trưởng vô cùng ấn tượng là công ty Masan. Trong 4 năm qua Masan đã tăng cường hoạt động M&A với các mục tiêu trong lĩnh vực hàng tiêu dùng và khai khoáng. Đây là công ty khá thành công với chiến lược sử dụng công cụ M&A để tăng trưởng đột phá.

Kể từ sau khi niêm yết năm 2009, vốn hóa thị trường của Masan Group đã tăng hơn 4 lần. Masan đã sử dụng cho các thương vụ M&A và cho việc đầu tư vào các doanh nghiệp thành viên chủ chốt như Masan Consumer và Masan Resources, những nền tảng chính tạo ra sự tăng trưởng vượt bậc của Công ty.

Con đường tăng trưởng để trở thành đế chế tiêu dùng mới của Masan trở nên rõ rệt hơn trong năm 2011, khi công ty này mua chi phối Vinacafe, doanh nghiệp đầu ngành cà phê với tỉ lệ 50,11%. Đối với các thương vụ mua lại các doanh nghiệp mới, Masan đã chi ra 154 triệu USD cho các thương vụ mua lại các công ty theo đúng định hướng phát triển mảng tiêu dùng của Masan, trong đó đáng chú ý là 2 thương vụ mua lại Vinacafe Biên Hòa và Proconco.

Masan Group cũng đã đầu tư lớn cả về vốn và công sức để phát triển Dự án mỏ Núi Pháo. Sau khi mua lại Dự án từ Dragon Capital với giá trị được ước tính khoảng 250 - 300 triệu USD, Masan Group đã đầu tư thêm hơn 320 triệu USD trong vòng 2 năm qua để đẩy nhanh tiến độ Dự án và tạo ra giá trị cho các cổ đông.

### **Kinh Đô** (hiện đã đổi tên là *Kido Group*)

Kinh Đô được thành lập từ năm 1993, trải qua 18 năm hình thành và phát triển, đến nay Kinh Đô đã trở thành một hệ thống các công ty trong ngành thực phẩm gồm: bánh kẹo, nước giải khát, kem...

Kinh Đô đã liên tục đầu tư đổi mới công nghệ hiện đại, thực hiện các chiến lược sáp nhập, liên doanh liên kết và hợp tác như mua lại nhà máy kem Wall từ Tập đoàn Unilever, mua lại Tribeco, Vinabico, đầu tư vào Nutifood.

Năm 2003, Kinh Đô đã ghi dấu ấn bằng thương vụ mua lại nhà máy sản xuất kem Wall's của Unilever, thương hiệu chiếm hơn 50% thị trường kem Việt Nam. Cho đến nay, sau nhiều năm hoạt động, Kido's vẫn giữ vững 60% thị phần kem trung và cao cấp tại Việt Nam theo báo cáo của Kinh Đô.

Năm 2010, Kinh Đô đã tiến hành việc sáp nhập Công ty CBTP Kinh Đô miền Bắc (NKD) và Công ty KiDo vào Công ty Cổ Phần Kinh Đô (KDC). Định hướng của Kinh Đô là thông qua công cụ M&A, sẽ mở rộng quy mô ngành hàng thực phẩm với tham vọng là sẽ trở thành một tập đoàn thực phẩm có quy mô hàng đầu không chỉ ở Việt Nam mà còn có vị thế trong khu vực Đông Nam Á.

Mới đây, Kinh Đô lại khẳng định quyết tâm trở thành công ty thực phẩm hàng đầu tại Việt Nam với vị trí dẫn đầu trong nhiều ngành hàng khác nhau thông qua sáp nhập Công ty Vinabico vào Tập đoàn. Thông qua việc sáp nhập này, Kinh Đô đạt được mục tiêu mở rộng ngành hàng, cụ thể là nhóm sản phẩm bánh tươi và kẹo trang trí với thị phần đang dẫn đầu của Vinabico.

Tuy nhiên, bên cạnh những thành công, Kinh Đô cũng gặp những khó khăn với các thương vụ Tribeco và Nutifood. Với 2 thương vụ này, Kinh Đô đã không đạt được hiệu quả như kỳ vọng, thậm chí có những khoản đầu tư lỗ. Tương tự, Kinh Đô cũng đầu tư ngoài ngành là bất động sản, và xét về góc độ chiến lược, cũng không đem lại giá trị cộng hưởng chung cho tập đoàn.

### **Hùng Vương và chiến lược tạo chuỗi giá trị ngành thủy sản**

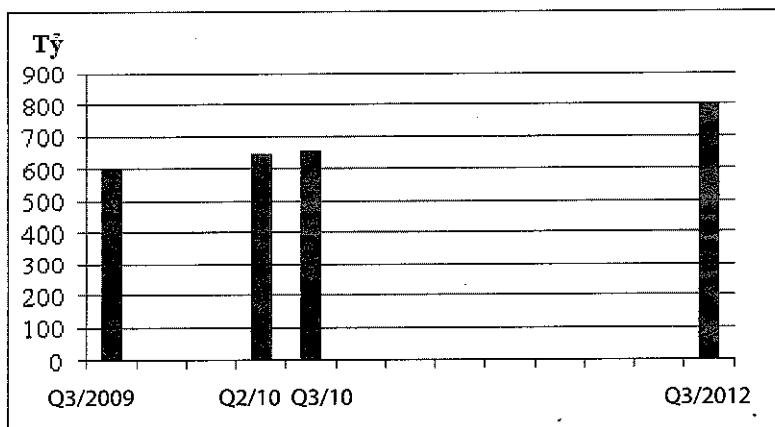
Đứng ngoài đà suy giảm của các công ty thủy sản, Công ty Cổ phần Hùng Vương một trong số ít các thương hiệu thủy sản hàng đầu Việt Nam đứng vững và ngày càng khẳng định vị thế. Bằng chiến lược nhạy bén, sớm nắm bắt được xu hướng, trong giai đoạn đầu, năm 2005, Hùng Vương đã bắt đầu tiếp cận với hoạt động M&A với việc mua lại những nhà máy thủy sản nhà nước quản lý không hiệu quả để kinh doanh. Cụ thể trong năm, Hùng Vương đầu tư nhà máy thủy sản Tiền Giang và thành lập Công ty TNHH An Lạc – Tiền Giang. Năm 2006, Hùng Vương mua lại Công ty Chế biến Thủy sản Vĩnh Long (đổi tên là Công ty TNHH Hùng Vương – Vĩnh Long). Với hình thức mua lại 2 nhà máy này, Hùng Vương có thể tận dụng được các thiết bị, cơ sở nhà máy và lực lượng sản xuất đã quen thuộc với ngành nghề chế biến cá, và thủy sản nhằm tiết kiệm được một con số lớn về chi phí đào tạo và thời gian vận hành so với việc mở một nhà máy mới.

Thương vụ mua lại Công ty CP thức ăn chăn nuôi Việt Thắng (VTF) của Hùng Vương vào cuối tháng 12 năm 2012 với mục đích tiết kiệm phân lớn thức ăn chăn nuôi đã thêm một lần nữa chứng minh

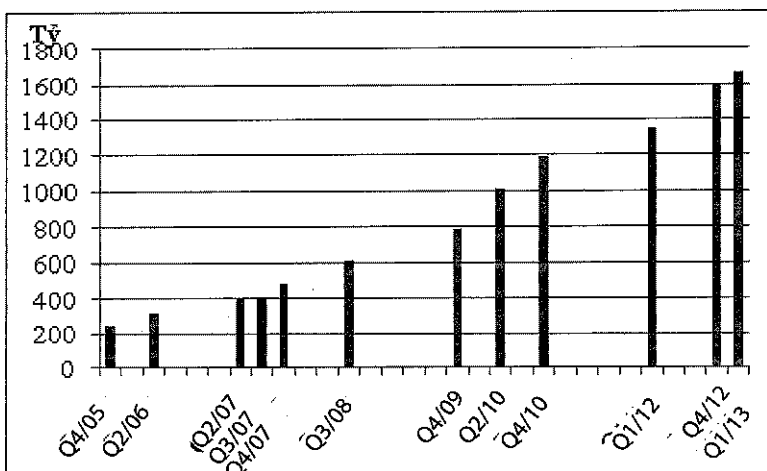
## CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

chiến lược của Hùng Vương. Việc dần mua lại các doanh nghiệp có cùng ngành nghề sản xuất đều nằm trong chiến lược phát triển, nhân rộng của Hùng Vương; “Thị phần” và “Chuỗi khép kín trong sản xuất kinh doanh”.

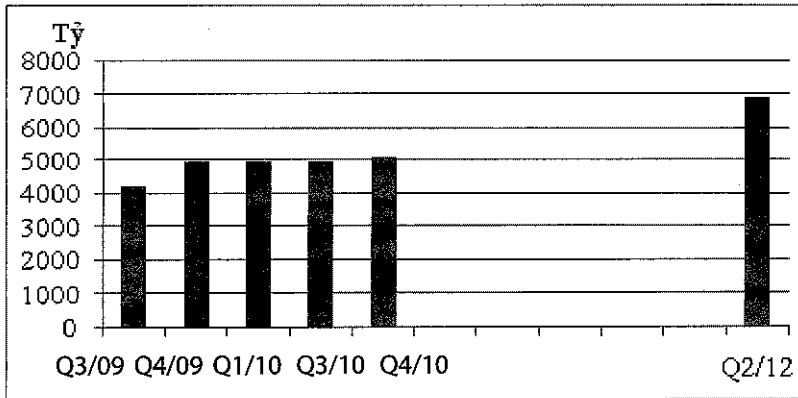
*Biểu đồ tăng trưởng vốn điều lệ của HVG*



*Biểu đồ tăng trưởng vốn điều lệ của KDC*



### Tăng vốn điều lệ của MSN



### Những đặc điểm chung của công ty thực hiện chiến lược M&A đột phá

#### *Lãnh đạo có tầm nhìn và mục tiêu dẫn đầu*

Các công ty có chiến lược M&A và thực hiện được chiến lược M&A đều có dấu ấn của lãnh đạo công ty với tầm nhìn và mục tiêu dẫn đầu trong ngành, trong nước và vươn ra quốc tế. Trường hợp Masan là ông Nguyễn Đăng Quang, Kinh Đô là Trần Kim Thành và Trần Lệ Nguyên, Hùng Vương là Dương Ngọc Minh, Vingroup là Phạm Nhật Vượng, Doji là Đỗ Minh Phú. Các lãnh đạo này đều là người sáng lập doanh nghiệp và đều có thời gian gắn bó với công ty sáng lập trên 10 năm.

#### *Có đội ngũ nhân sự tốt để thực hiện và thực thi chiến lược*

Các công ty này đều có đội ngũ nhân sự tốt để thực thi chiến lược. Dấu ấn của người có kinh nghiệm về tài chính cũng cần được tính đến. Có thể nhìn nhận sự tham gia của cổ đông SSI trong các động thái chiến lược của Hùng Vương, kinh nghiệm làm việc với các định chế quốc tế và phát triển doanh nghiệp của Tổng giám đốc Masan...

Ngoài ra, yếu tố cuối cùng cũng được coi là quan trọng nhất đó là yếu tố con người. “Khi chúng ta M&A vào doanh nghiệp chúng ta không thể thay đổi toàn bộ nhân sự vì nếu thay đổi toàn bộ nhân sự là chúng ta phải bắt đầu lại từ đầu. Nếu chúng ta tận dụng và phát huy khả năng của từng

## CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

nhân sự thì chúng ta sẽ dễ dàng phát triển công ty đó. Đó là quan niệm của Hùng Vương khi thực hiện M&A.

### *Quan hệ đầu tư quốc tế*

Trong điều kiện nguồn vốn trong nước còn hạn chế, thì nguồn lực bên ngoài là có vai trò quan trọng trong việc thực hiện chiến lược M&A. Masan, Kinh Đô, Vingroup đều có kinh nghiệm và quan hệ với các đối tác quốc tế. Điển hình là Masan với công thức được nhắc đến nhiều “nguồn lực vốn quốc tế + chất xám bản địa + quản trị hiện đại”. Masan gây dựng được quan hệ hợp tác với TPG, Bank Invest, KKR, Richard Chandler, Mount Kellett qua các thương vụ đầu tư. Trong khi đó Kinh Đô có quan hệ với Ezaki Glico; Vingroup cũng có thương vụ với Warburg Pincus. Để hút được vốn đầu tư từ các tổ chức này, kinh nghiệm và quan hệ đầu tư quốc tế của đội ngũ cũng đóng vai trò khá quan trọng.

### *Hoạt động trong những ngành có nhiều cơ hội và thế mạnh tại Việt Nam*

Những doanh nghiệp thành công đều chủ yếu tập trung vào các ngành được coi là phát triển khá sôi động và đầy tiềm năng tại Việt Nam như hàng tiêu dùng, thực phẩm, bất động sản và trung tâm thương mại cao cấp, chế biến thủy sản... Những thương vụ này cho thấy sự nắm bắt cơ hội nhạy bén của những công ty tiên phong trong chiến lược phát triển mở rộng nhằm tận dụng cơ hội và tăng sức cạnh tranh trên thương trường.

## **Nhận định**

Trong những năm tới, cơ hội vẫn có rất nhiều cho các doanh nghiệp Việt Nam trong việc chủ động nắm bắt cơ hội, tìm kiếm đối tác tiềm năng để mua lại, không chỉ là mua lại các doanh nghiệp trong nước mà cả các doanh nghiệp nước ngoài tại Việt Nam hoặc tại nước ngoài.

Thời gian 3 - 5 năm chưa phải là một thời gian đủ dài để nhận định sự thành công của một chiến lược hoặc một thương vụ. Tuy nhiên, trong bối cảnh chúng ta thường quen với việc doanh nghiệp Việt Nam bị nước ngoài thôn tóm thì một số doanh nghiệp đã thực hiện chiến lược M&A để tạo tăng trưởng đột phá là điều rất đáng tự hào.



# THẦU TÓM DOANH NGHIỆP VÀ GÓC NHÌN CỦA DOANH NHÂN VIỆT

**Đặng Xuân Minh - Bùi Gia Tuân (2012)**

*Năm 2012, Đặng Xuân Minh và Bùi Gia Tuân tổ chức một khảo sát về góc nhìn của doanh nhân Việt về M&A và thầu tóm doanh nghiệp. Khảo sát đã cho thấy phần nào nhận thức và quan niệm về M&A tại thời điểm đó của một số doanh nhân tại Việt Nam, trong đó nhiều doanh nghiệp sợ bị thầu tóm và ở chiều hướng ngược lại, một số doanh nghiệp đã có góc nhìn tích cực hơn về M&A.*

*Bùi Gia Tuân, thời điểm khảo sát là một nhà phân tích trẻ làm việc tại AVM Vietnam, hiện Tuân đang theo học sau đại học tại Bruxelles Bỉ.*

## **Đặt vấn đề**

Những năm gần đây, hoạt động M&A tại Việt Nam phát triển khá sôi động. Đặc biệt, bên cạnh tăng trưởng về số lượng và giá trị thương vụ, các phương thức và loại hình M&A tại Việt Nam ngày càng đa dạng.

Các thương vụ nổi bật gần đây đã thu hút sự quan tâm nhiều của giới quan sát và doanh nhân như Masan – Vinacafe Biên Hòa, Dược Viễn Đông – Dược Hà Tây, Thủy sản Hùng Vương – Thủy sản An Giang... Đáng chú ý, năm qua, còn có sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài khi thực hiện mua cổ phần chi phối đối với các doanh nghiệp trong nước, điển hình là Unicharm mua 95% cổ phần Diana, Fortis mua 65% cổ phần của Y khoa Hoàn Mỹ.



**THƯ VIỆN  
HUBT**

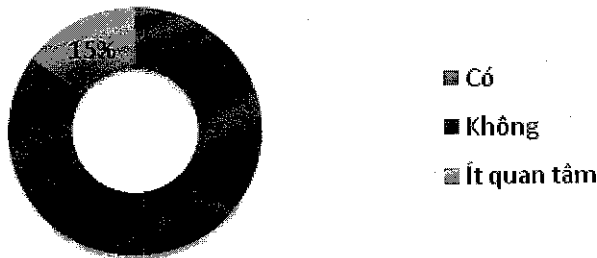
TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Nhằm cung cấp cái nhìn toàn diện và tìm hiểu quan điểm của lãnh đạo doanh nghiệp về hoạt động thu tóm và chống thu tóm, chúng tôi đã có cuộc khảo sát 400 chủ doanh nghiệp và CEO của doanh nghiệp Việt Nam kết thúc vào tháng 4 năm 2012 để đưa ra cái nhìn toàn cảnh về quan điểm và thái độ của chủ doanh nghiệp về vấn đề này.

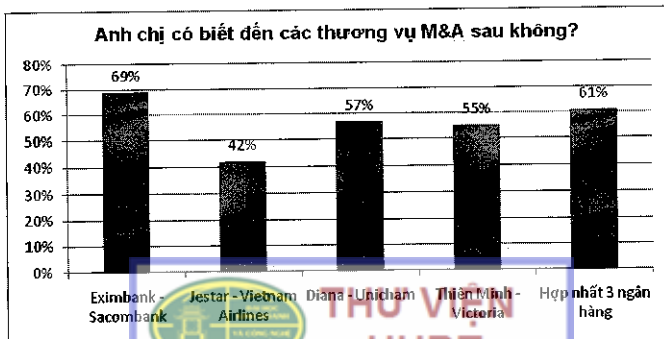
### Kết quả khảo sát

Sự quan tâm của lãnh đạo doanh nghiệp với M&A nói chung và thu tóm nói riêng

#### Anh/Chị có quan tâm về M&A hay không?

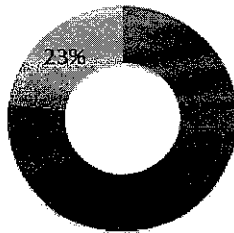


Mặc dù M&A là một khái niệm có thể coi là mới ở Việt Nam khoảng 7 năm trở lại đây, nhưng do thực sự sôi động trong 3 năm vừa qua khiến cho mức độ quan tâm của doanh nghiệp ngày một tăng. Có đến 77% số người được hỏi có quan tâm đến hoạt động M&A cho thấy M&A đã và đang là một trong những vấn đề nóng được giới đầu tư và doanh nghiệp quan tâm tìm hiểu để chủ động trước sự biến chuyển và cơ hội do M&A mang lại.



Chúng tôi đã nêu ra 5 thương vụ khá tiêu biểu để khảo sát về mức độ nhận biết đến các thương vụ nổi bật ở Việt Nam. Kết quả đúng như dự đoán, thương vụ sáp nhập 3 ngân hàng thành SCB và thương vụ Eximbank mua cổ phần của Sacombank là những thương vụ được quan tâm nhiều nhất. Hai thương vụ này thu hút được sự chú ý của giới lãnh đạo doanh nghiệp vì tính chất đặc biệt cả về thời điểm lẫn độ phức tạp của việc thực hiện thương vụ và tính thời sự của nó sau những động thái về tái cấu trúc ngân hàng và tổ chức tín dụng tại Việt Nam cùng với tình hình khó khăn chung của thị trường tài chính – chứng khoán Việt Nam. Nhìn vào cách thức và lộ trình hợp nhất các ngân hàng của các thương vụ này có thể rút ra những bài học đáng giá về quản trị chiến lược M&A của doanh nghiệp, nhất là nhìn nhận ở khía cạnh thâm tóm và chống thâm tóm doanh nghiệp.

#### Anh/Chị có sợ bị thâm tóm?

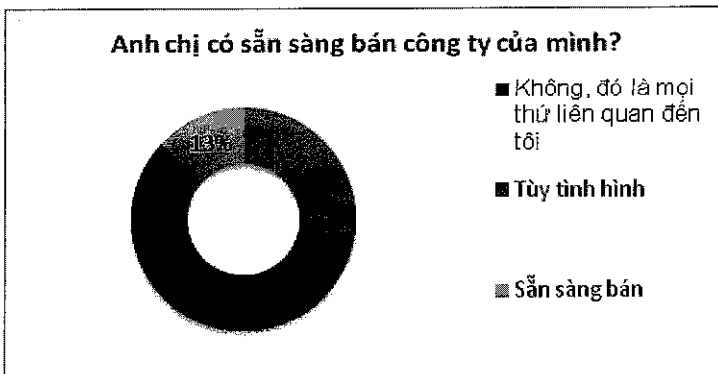


- Có
- Cẩn thận hơn với nguy cơ này
- Không

Khi được hỏi về thái độ đối với việc bị thâm tóm doanh nghiệp, có 57% lãnh đạo doanh nghiệp trả lời có, 20% có thái độ thận trọng trong khi có 23% có thái độ coi chuyen thâm tóm hoặc bị thâm tóm là hoàn toàn bình thường và tích cực. Theo con số khảo sát như trên, chúng tôi nhận định rằng nhiều doanh nghiệp Việt Nam còn coi việc bị thâm tóm là kết quả khá tiêu cực, thậm chí như là thất bại trong việc quản trị công ty khi để công ty rơi vào tay một ông chủ mới. Đối với nhiều doanh nhân, công ty điều hành được coi như một đứa con tinh thần và là sự nghiệp vun đắp của cá nhân lãnh đạo và sáng lập doanh nghiệp, khi công ty bị thâm tóm cách không mong muốn thì ông chủ doanh nghiệp ra sức chống thâm tóm. Tuy nhiên, xét về mục đích lâu dài, M&A là để tạo ra giá trị cộng hưởng (Synergy) và việc doanh nghiệp bị thâm tóm bởi một công ty có thể làm cho doanh

## CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

nghiệp đó hoạt động tốt hơn, có hiệu quả hơn là điều bình thường và nên được ủng hộ. Và đây thậm chí có thể coi là việc điều chỉnh linh hoạt trong việc săn tìm các cơ hội kinh doanh trên thương trường và loại bỏ những doanh nghiệp có bộ máy quản lý yếu kém để có thể được vận hành hiệu quả hơn bởi công ty đi thầu tóm. Do vậy, chúng tôi cho rằng Doanh nghiệp Việt nên chủ động tiếp cận với M&A cả đi mua lẫn bán lại hoặc chuyển nhượng công ty thay vì có thái độ e dè với việc bị thầu tóm hoặc đi thầu tóm doanh nghiệp khác. Nếu có được sự chủ động và tiếp cận khôn ngoan, nguy cơ có thể lại là cơ hội hợp tác và cải thiện chất lượng hoạt động của doanh nghiệp hiện tại.



Đồ thị trên cho thấy mức độ sẵn sàng bán lại doanh nghiệp do mình gây dựng và sở hữu ở doanh nghiệp Việt Nam là tương đối thấp, chỉ có 13% trả lời sẵn sàng bán lại nếu đánh giá được lợi ích của việc đó, trong khi có đến trên 50% trả lời tỏ ý không muốn bán đi doanh nghiệp của mình và thường cố thủ trong các tình huống bị thầu tóm. Gần đây đã có những thương vụ doanh nghiệp Việt Nam bán lại công ty do mình sáng lập để chuyển hướng đầu tư như Diana – Unicharm, ICP – Marico, Phở 24 – Highland coffee... Những ông chủ doanh nghiệp này đã chủ động tiếp cận đến M&A và bán lại một phần doanh nghiệp khi nhìn thấy những lợi ích của thương vụ này. Hơn nữa việc bán lại doanh nghiệp không phải là một sự lùi bước hay thất bại mà để chuyển hướng đầu tư hoặc tái cơ cấu chiến lược đầu tư một cách linh hoạt trong tình hình mới của thị trường.

## Câu chuyện của một công ty Dược bị thu tóm

Một vài năm trước, công ty D đã được xây dựng như là một trong những công ty Đông dược hàng đầu tại Việt Nam. Công ty xây dựng được một cơ ngơi bề thế, sản phẩm được tiêu thụ tốt không chỉ trong nước mà còn xuất khẩu sang nước ngoài. Những người sáng lập mơ ước về một đế chế Đông y và các sản phẩm vì con người khác, sau đó quyết định đầu tư thêm bệnh viện, đầu tư thêm trường học...

Tuy nhiên, đến năm ngoái, thông tin về việc gặp khó khăn trong hoạt động kinh doanh và nguồn vốn đã buộc công ty phải nhượng lại tài sản cho một đối tác của công ty.

Hai bên cũng không thống nhất về các điều khoản chuyển nhượng, dẫn đến các động thái chống thu tóm và kể cả phải đưa nhau ra tòa phân xử.

### Đến câu chuyện của Diana

Được xây dựng trong 15 năm, Diana là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong việc sản xuất và phân phối sản phẩm vệ sinh ở Việt Nam, với rất nhiều thương hiệu mạnh cũng như hệ thống phân phối vững chắc khắp Việt Nam, bao gồm cả hệ thống phân phối truyền thống. Sản phẩm chủ đạo là Diana chăm sóc sức khỏe phụ nữ và tã giấy trẻ em Bobby – đều chiếm thị phần lớn thứ 2 Việt Nam.

Năm 2011, theo thông tin được công bố, Unicharm Thái Lan (chi nhánh của Unicharm Nhật Bản) mua lại 95% số cổ phiếu của Diana Việt Nam với giá 128 triệu USD (hơn 2.560 tỷ đồng). Thương vụ này được tạp chí *The Assets* (tạp chí tài chính hàng đầu châu Á) bình chọn là thương vụ tốt nhất năm 2011.

Nhiều người tâm đắc và nhất trí với quan điểm là không hẳn là yếu mới bán, mà nếu có sự nỗ lực xây dựng giá trị doanh nghiệp, thì của các doanh nhân Việt Nam có thể tham gia vào quá trình toàn cầu hóa một cách tự tin nhất. “Nhiều người nhìn nhận chưa thật thỏa đáng về việc các công ty Việt Nam sáp nhập vào một công ty quốc tế nào đó. Quan điểm của tôi là khi một công ty lớn mạnh thì nên chẳng cần soi quá kỹ vào cơ

cấu sở hữu. Huống chi, với ngành hàng tiêu dùng thì một công ty đang phát triển gia nhập một đế chế để toàn cầu hóa là chuyện bình thường. Tôi chỉ nỗ lực làm sao để khi nhắc đến Diana, người tiêu dùng hiểu ngay đó là nhãn hiệu toàn cầu có xuất xứ từ Việt Nam”.

### **Lời kết: Chọn con đường nào?**

Khi chúng tôi trao đổi vấn đề này với một số doanh nhân, họ cho rằng không thể kết luận ngay là nên chọn con đường nào: thành lập để bán hay xây dựng để trường tồn, hay bán vài lần rồi chọn một thứ để theo đuổi lâu dài. Mà quyết định mua, bán, nắm giữ còn phụ thuộc vào tình hình và bối cảnh nữa.

Ngồi thảo luận câu chuyện mua bán doanh nghiệp tại quán café Trung Nguyên sáng tạo với hai doanh nhân và một chuyên gia tư vấn độc lập người Mỹ, một người hỏi vui nếu anh Đặng Lê Nguyên Vũ, một ngày nào đó giả sử công ty anh đã niêm yết và Starbuck ngỏ ý mua 51%, không biết anh ấy sẽ trả lời thế nào?

Buổi tối, nhận được câu trả lời gián tiếp và ngắn gọn từ chuyên gia tư vấn độc lập kia: Năm 2006, Yahoo đề xuất mua Facebook 1 tỷ USD, Facebook từ chối thẳng thừng; năm 2009 giá trị Facebook lên đến 4 tỷ USD và giờ thì còn lớn hơn.

### **Kết luận**

Đã thực sự đến lúc doanh nghiệp Việt Nam nên có cái nhìn và hướng tiếp cận một cách chủ động và tích cực đối với vấn đề thu tóm và chống thu tóm. Trong môi trường kinh doanh ngày càng cạnh tranh và nhiều biến động, chủ doanh nghiệp không những phải quan tâm quản trị doanh nghiệp mà còn phải luôn biết tìm kiếm cơ hội và chủ động trước những nguy cơ trong việc thu tóm và chống thu tóm.

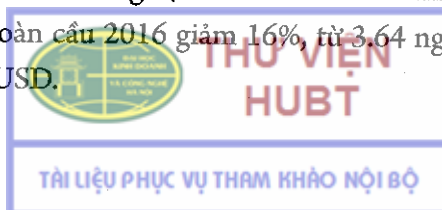
# QUẢN TRỊ THÔNG TIN THƯƠNG VỤ M&A

**Nguyễn Phúc Linh – Nhóm nghiên cứu MAF**

Thông tin là công cụ hữu hiệu và có ảnh hưởng rất lớn đến với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nói riêng và các chủ thể khác liên quan nói chung. Thông tin thương vụ M&A mang ý nghĩa đặc biệt không chỉ đơn thuần là cho phía bên mua, bên bán, mà còn tác động mạnh mẽ đến các chủ thể, đối tượng khác có liên quan. Quản trị thông tin thương vụ M&A là việc quản lý, cung cấp thông tin đến công chúng, đảm bảo nguyên tắc hoạt động cơ bản của thị trường là minh bạch thông tin và cũng là cơ hội cho các doanh nghiệp mở ra nhiều các thương vụ đầu tư mới. Theo đó, mục tiêu việc quản trị thông tin thương vụ M&A không chỉ hướng tới bên mua, bên bán và các bên có liên quan nói riêng, mà còn ảnh hưởng đến cộng đồng đầu tư, các nhà phân tích, người lao động tại doanh nghiệp, khách hàng hiện tại và tương lai của công ty.

## **Hoạt động công bố thông tin M&A trên thế giới**

Có hàng chục nghìn thương vụ M&A được công bố trên toàn thế giới, theo số liệu năm 2016, tổng số các giao dịch M&A toàn cầu được báo cáo lên đến 34.191, con số thương vụ cao thứ hai kể từ năm 2000. Tổng giá trị thương vụ M&A toàn cầu 2016 giảm 16%, từ 3.64 nghìn tỷ USD xuống còn 3.06 nghìn tỷ USD.



## CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

Mỗi ngày, tin tức về các thương vụ, hình ảnh về các giao dịch, phỏng vấn lãnh đạo các công ty có thương vụ M&A được xuất hiện trên các phương tiện thông tin đại chúng toàn cầu, không chỉ ở các trang tin M&A và thông tin kinh doanh chuyên biệt như Reuters, Bloomberg, CNBC... mà còn trên các báo, tạp chí, phương tiện truyền thông khác, kể cả các nhóm trên LinkedIn và Facebook...

Những thương vụ lớn luôn là đối tượng nhận được sự quan tâm, theo sát của công chúng và truyền thông. Điển hình như một số các thương vụ lớn: Microsoft mua lại Yahoo hay thu tóm Wall Street Journal của Tập đoàn News Corp., Facebook thu tóm Whatsap hay Tập đoàn của Trung Quốc mua lại hãng ô tô nổi tiếng ở châu Âu là Volvo... đã làm tốn không biết bao nhiêu giấy mực của báo chí trong việc bình luận diễn biến và theo sát các sự kiện.

Theo đó, quản trị thông tin thương vụ (information management) hoặc công bố thông tin thương vụ (M&A deal information disclosure) là những lĩnh vực luôn được đào tạo bài bản cho các bộ phận truyền thông và quan hệ nhà đầu tư chuyên nghiệp, các lãnh đạo của các tập đoàn, công ty, với mục đích chính là tạo dựng được chuỗi thông tin minh bạch, chính xác, đáp ứng được sự khai thác thông tin cần thiết từ các bên liên quan có quyền lợi tiếp cận.

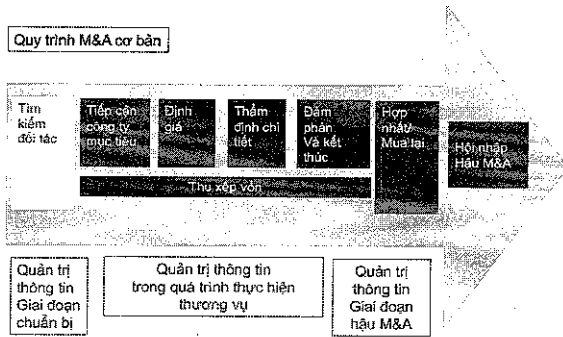
### **Nội dung hoạt động công bố thông tin M&A**

#### **Mục tiêu và đối tượng công bố thông tin**

Công bố thông tin M&A minh bạch giúp cho doanh nghiệp có thể đạt được những mục tiêu như: a) Giành được ủy thác và đồng thuận từ các ban và đội ngũ quản lý cấp cao; b) Người lao động nắm được chính xác tình hình hoạt động công ty để từ đó có những phản hồi, đề xuất lên cấp trên; c) Thông báo những hứa hẹn, điều đáng mong đợi mà thương vụ sẽ đạt được cho công chúng. Việc công bố không đúng cách sẽ gây nhiều tổn hại cho doanh nghiệp và thương vụ như: có thể làm mất giá trị kỳ vọng của thương vụ, dẫn đến các thất bại sau này trong quá trình hậu M&A, mất sự tín nhiệm, giảm tinh thần nhân viên, và thậm chí có thể vướng vào các cuộc kiện cáo hoặc tố tụng không đáng có.



Như vậy, đối tượng của công bố thông tin minh bạch sẽ tập trung vào ban lãnh đạo, các cổ đông, nhân viên, nhà đầu tư, công chúng.



Sơ đồ Quy trình M&A và các giai đoạn quản trị thông tin tương ứng

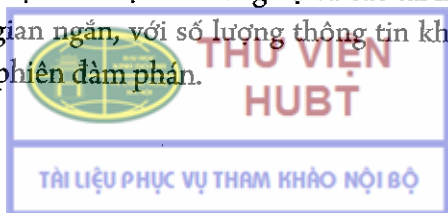
**Quản trị thông tin theo các giai đoạn của thương vụ**

Dưới góc độ quản trị thông tin, một giao dịch thân thiện thông thường có ba giai đoạn: lập kế hoạch trước thương vụ, quản trị trong thương vụ & thông báo giao dịch, quản trị thông tin giai đoạn hậu M&A. Ngược lại, trong tình huống giao dịch M&A thù địch, đòi hỏi phải có sự quản lý khủng hoảng 24/7, có thêm nhiều giai đoạn khác nhau và có thể bao gồm việc vận động các cổ đông cho các phiếu biểu quyết và kiện tụng.

**Giai đoạn lập kế hoạch truyền thông trước thương vụ**

Lập kế hoạch truyền thông về M&A có thể là một nhiệm vụ mật thiết của nhóm truyền thông bởi sự quan trọng trong mục đích thương vụ M&A - cơ hội tuyệt vời để định vị lại công ty. Lý tưởng nhất để tiếp cận thông tin là người quản lý cấp cao sẽ mời các đối tượng liên quan tham gia vào cuộc họp của Hội đồng cấp cao và có thể tiếp cận, đóng vai trò như một phần trong nhóm tư vấn tổng thể, quan hệ nhà đầu tư (đối với công ty đại chúng) và HR ngay khi thoả thuận thương vụ được chấp thuận.

Một trong những thách thức mà nhóm truyền thông sẽ phải đối mặt là tạo ra và hoàn thiện kế hoạch thương vụ và các tài liệu liên quan trong một khoảng thời gian ngắn, với số lượng thông tin không nhiều và luôn thay đổi qua từng phiên đàm phán.



## Truyền thông trong quá trình thực hiện và công bố thương vụ

Theo đó, các nhà truyền thông cần lưu ý những thông tin quan trọng cần được thông báo đến các chủ thể, đối tượng khác nhau, bao gồm:

- Đối tượng của thương vụ là gì? Có phải toàn bộ công ty hay đơn vị kinh doanh?
- Giá trị thỏa thuận là bao nhiêu?
- Chiến lược đằng sau thỏa thuận là gì? Nhằm gia nhập, tiếp cận một thị trường mới hay đơn giản chỉ nhằm cải tiến công nghệ, nâng cấp dịch vụ cho công ty? Ý nghĩa và nguyên do có thương vụ M&A này

### Xác định thông báo thông tin về giao dịch

• Vậy khi nào có thể thông báo thông tin về giao dịch? Nếu thỏa thuận liên quan đến một công ty đại chúng, thì doanh nghiệp phải thông báo ngay khi hợp đồng đã được thực hiện theo các quy định của Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Với các công ty chưa niêm yết, lãnh đạo có thể quyết định thời điểm phù hợp.

• Các mục tiêu của thông báo là gì? Mục tiêu ban đầu của mỗi công ty có thể rất khác nhau, tuy nhiên nội dung thông điệp từ các bên và các bộ phận khác nhau cần phải nhất quán. Các bên liên quan có thể bao gồm cổ đông, khách hàng hiện tại, lãnh đạo cộng đồng địa phương và nhân viên. Xác định nhu cầu và mong muốn của từng đối tượng để truyền tải các thông tin công bố phù hợp.

• Cách thức truyền tải thông tin như thế nào? Giám đốc điều hành của công ty mua lại nên đi đến trụ sở của công ty mục tiêu để chào đón các nhân viên mới. Nhưng nếu công ty mục tiêu có nhiều văn phòng trên khắp các quốc gia với múi giờ khác nhau thì cần phải thực hiện theo một cách thức khác.

• Có gì thay đổi sau khi hoàn tất thương vụ? Một thực thể doanh nghiệp mới được thành lập? được đổi tên? Có sự thay đổi gì về đội ngũ quản lý, cổ phiếu, biểu tượng hoặc trụ sở chính?

Ai sẽ viết thông cáo báo chí? Nếu thương vụ M&A liên quan đến toàn bộ công ty, bạn chỉ cần một bản thông cáo báo chí. Nếu một đơn vị kinh doanh đang được mua lại, công ty bán đơn vị có thể muốn phát hành bản thông cáo riêng của mình để giải thích lý do và ý nghĩa của quyết định bán.

Đối với các công ty đại chúng nói riêng, các phòng truyền thông phải giữ bí mật thông tin trước khi thông báo. Rất nhiều công ty sử dụng các mã cho thỏa thuận và cho công ty khác tham gia. Nếu không, có thể một cuộc khủng hoảng về tin đồn có thể xảy ra.

Để thông báo thành công, hai công ty cần đảm bảo rằng họ đã đồng bộ hóa mục tiêu và thông điệp. Cần có cuộc họp giám đốc điều hành của cả hai bên để truyền đạt những thông điệp quan trọng và giải quyết các câu hỏi liên quan. Cùng với sự gia tăng của các thương vụ xuyên quốc gia, yếu tố này lại càng quan trọng. Đã có trường hợp thương vụ gặp phải khó khăn khi một người nói tiếng Anh không phải là người bản địa nói với một phóng viên rằng hai công ty này đã có một lịch sử lâu dài làm việc cùng nhau - nhưng sau đó đã phát hiện sự sai sót tên của công ty mua lại trong một số văn bản hợp đồng.

### Giai đoạn hội nhập hậu M&A

Trên thực tế, sau khi hoàn tất thương vụ thì giai đoạn này vẫn gặp phải một số khó khăn nhất định như: thực hiện thay đổi tổ chức, tích hợp các khía cạnh của hai nền văn hoá khác nhau, đảm bảo tinh thần của nhân viên - đó là lý do tại sao truyền thông cần tiếp tục hỗ trợ việc giai đoạn hậu M&A. Lý tưởng nhất là chức năng truyền thông phải làm việc chặt chẽ với nhân sự và công nghệ thông tin trong quá trình hội nhập để đính chính những thông tin về công ty và loại bỏ đi những điều không chính xác.

Người lao động sẽ có rất nhiều thắc mắc về sự hợp nhất nhân sự giữa các công ty và chắc chắn sẽ lo ngại về sự sa thải. Bên cạnh đó là các câu hỏi về các lợi ích và ưu đãi như bảo hiểm sức khỏe, các chương trình hưu trí và việc và các khoản trợ cấp, phụ cấp. Họ cũng sẽ muốn biết về tác động, sự thay đổi, chiến lược đối với các dòng sản phẩm và dịch vụ hiện có của công ty, về quy mô phân phối sản phẩm.

## Công bố thông tin M&A tại Việt Nam

Tại Việt Nam, hoạt động IR nói chung trong thời gian gần đây mới được chú trọng và được một số ít các doanh nghiệp tuân thủ.

Trong công bố thông tin nói chung của doanh nghiệp tại Việt Nam, do không có nguồn tin chính thống từ các bên liên quan, hệ lụy dẫn đến công chúng có thể sẽ dễ dàng tiếp cận tới những thông tin sai lệch ngoài thị trường, gây ảnh hưởng lớn đến thương hiệu, uy tín của các bên có liên quan.

Một số ví dụ tại Việt Nam như trường hợp của Bia Huế (Huda), tháng 6-2013, tại tỉnh Quảng Trị đồn đập xuất hiện tin đồn Tập đoàn Carlsberg (Đan Mạch, sở hữu 100% vốn ở Bia Huế) đã thừa nhận bán Bia Huế cho đối tác Trung Quốc; toàn bộ cán bộ, công nhân viên người Việt tại công ty đã bị sa thải và thay thế bằng người Trung Quốc; xe chở men từ Trung Quốc của Bia Huế bị bắt ở Quảng Trị... Ông Nguyễn Mậu Chi, Tổng Giám đốc Công ty TNHH Bia Huế giai đoạn này cho biết công ty đã kiến nghị làm rõ tin đồn nói trên. Theo ông Chi, những tin đồn này đã gây thiệt hại không nhỏ cho công ty, trong đó tổn thất nhân tiền nhất là người tiêu dùng quay lưng với loại bia Huda, doanh thu bán hàng của công ty tại thị trường Quảng Trị sụt giảm mạnh. Ngoài ra, một loạt trường hợp khác công ty bị đồn đại bị thâm tóm, hoặc những thông tin đồn có đối tác nước ngoài đầu tư vào công ty, dẫn đến giá cổ phiếu biến động ảo và có thể gây thiệt hại cho một số nhà đầu tư.

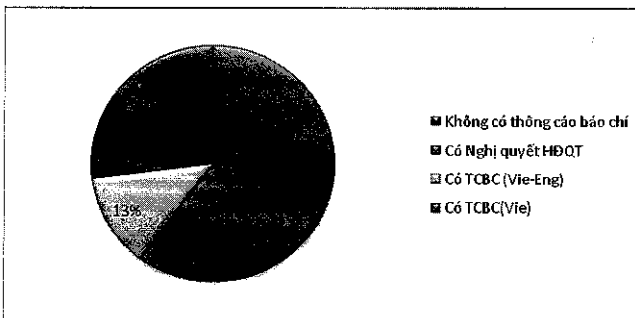
Trong số hàng trăm doanh nghiệp niêm yết trên sàn, nhiều doanh nghiệp vẫn chưa có website dành cho nhà đầu tư tham khảo thông tin. Bên cạnh một số website cung cấp đầy đủ thông tin về cơ cấu tổ chức, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp kèm theo hướng dẫn sử dụng, tra cứu thông tin, vẫn có những doanh nghiệp chưa cung cấp được đầy đủ thông tin về bản cáo bạch mới nhất hoặc những thông tin liên quan đến hoạt động kinh doanh.

Trong khi một số nhà đầu tư không tránh khỏi có quá ít thông tin, những người khác thì có quá nhiều, dẫn tới sự hoang loạn và rất dễ có những quyết định không đúng đắn hoặc tin tưởng nhầm người. Cùng một kết quả, khi tiếp xúc với quá nhiều thông tin không được kiểm chứng, các

nhà đầu tư rất khó xác định và có khuynh hướng rút lui khỏi quá trình quyết định. Nói cách khác, thông tin đầu tư cần không chỉ để đủ mà phải thực sự chính xác, phải dễ tiếp cận và thực sự có thể sử dụng được. Đây là một vấn đề rất thực tế và cần được nghiên cứu.

Đặc biệt là vấn đề quản trị thông tin thương vụ M&A thông qua Thông cáo báo chí – một văn bản ngắn, diễn ngôn chứa thông điệp thông tin về thương vụ mua bán sáp nhập của các bên gửi đến các cơ quan báo chí truyền thông nhằm thông tin, thông báo đến công chúng. Đây được xem là một trong những cách thức hiệu quả nhất để truyền tải thông tin thương vụ đến tới mọi đối tượng, với sức lan tỏa mạnh mẽ, tính công khai minh bạch cao, nội dung dễ dàng tiếp cận. Tuy nhiên trên thực tế, tại Việt Nam, thông cáo báo chí dường như chỉ xuất hiện tại các tập đoàn, công ty lớn.

Theo một khảo sát mà chúng tôi thực hiện, với 100 thương vụ M&A tiêu biểu giai đoạn 2015-2017, con số không có thông cáo báo chí chính thức về thương vụ lên đến 42%, các trường hợp chỉ có Nghị quyết HĐQT/ cổ đông là 18% (thường là công ty niêm yết) và số lượng có Thông cáo báo chí là 27%, có thông cáo báo chí tiếng Anh là 13%. Đây chỉ là con số của nhóm các thương vụ lớn, còn nếu tính tổng số 500 thương vụ hàng năm thì tỷ lệ có Thông cáo báo chí chỉ ở mức 15%. Nhiều thương vụ, báo chí phải thu thập từ nhiều nguồn riêng lẻ và không phải trực tiếp từ thương vụ. Điều này cho thấy sự chưa chủ động trong việc công khai minh bạch thông tin của các doanh nghiệp đến với công chúng, ngược lại, có trường hợp còn cố gắng hạn chế tiếp cận của báo chí và các kênh chuyên môn.



Điểm tích cực là đã có một số doanh nghiệp có thương vụ M&A tại Việt Nam, bao gồm các công ty có vốn nước ngoài, các quỹ đầu tư, các tập đoàn

## CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

tư nhân lớn... đã rất nỗ lực trong việc công bố thông tin minh bạch cho giới truyền thông, giới chuyên môn cũng như cho công chúng quan tâm.

Trường hợp Ngân hàng Commonwealth Việt Nam ở hình dưới trong thương vụ VIB mua lại chi nhánh TP.HCM của Commonwealth, là một ví dụ trong việc công bố thông tin rất rõ ràng ngay từ khi ở giai đoạn thương vụ đã được thỏa thuận và đang hoàn tất. Thông báo rõ ràng của ngân hàng cho tất cả công chúng, và đặc biệt là cho các khách hàng để họ nắm được thông tin về giao dịch.

The screenshot shows the Commonwealth Bank website interface. At the top, it says "CommonwealthBank" with a logo and "Tìm chúng tôi | Vị trí máy ATM | Liên hệ | Sơ đồ website". Below this is a navigation bar with links: "Trang chủ", "Giao dịch hàng ngày", "Giao dịch thương mại", "Cho vay", "Đư học - Định cư", and "Ngân hàng trực tuyến". The main content area features a large banner with the text "THÔNG BÁO QUAN TRỌNG DÀNH CHO KHÁCH HÀNG CỦA CBA CN TP.HCM". Below the banner, there is a detailed notice in Vietnamese. The notice states that in 2008, Commonwealth Bank Group (CBA) began operating in Vietnam and is pleased to serve its customers. It mentions the acquisition of CBA branches in HCMC by VIB and provides contact information for customer service.

**CommonwealthBank** Tìm chúng tôi | Vị trí máy ATM | Liên hệ | Sơ đồ website

Trang chủ | Giao dịch hàng ngày | Giao dịch thương mại | Cho vay | Đư học - Định cư | Ngân hàng trực tuyến

**THÔNG BÁO QUAN TRỌNG**  
**DÀNH CHO KHÁCH HÀNG CỦA CBA CN TP.HCM**

Năm 2008, Commonwealth Bank Group (CBA) bắt đầu hoạt động tại Việt Nam và trong suốt chín năm qua, ngân hàng chúng tôi rất vinh hạnh được phục vụ những nhu cầu tài chính của quý khách hàng tại Việt Nam.

Chúng tôi hân hạnh thông báo rằng CBA và Ngân hàng Quốc tế Việt Nam (VIB), quý đối tác lâu năm của CBA, đã đi đến thỏa thuận về việc CBA chuyển nhượng hoạt động của chi nhánh CBA tại TP. Hồ Chí Minh cho VIB.

Chúng tôi dự kiến quá trình này sẽ kéo dài vài tháng. Chúng tôi sẽ liên hệ với quý khách hàng để cung cấp thêm thông tin về các đồng đổi với khách hàng, cũng như việc chuyển giao quan hệ ngân hàng của quý khách hàng sang VIB, trong những tuần tới.

Trong trường hợp quý khách hàng có bất kì câu hỏi nào, chúng tôi luôn hoan nghênh quý khách hàng đến chi nhánh của chúng tôi tại TP. Hồ Chí Minh trong giờ việc từ thứ 2 đến thứ 6, sáng sáng đến 4h chiều, hoặc quý khách hàng có thể liên hệ với chúng tôi qua số điện thoại (+84 28) 3824 1525 hoặc thư điện tử [customerservice@commbank.com.vn](mailto:customerservice@commbank.com.vn).

Shane O'Connor  
Tổng Giám Đốc, CBA chi nhánh TP.HCM

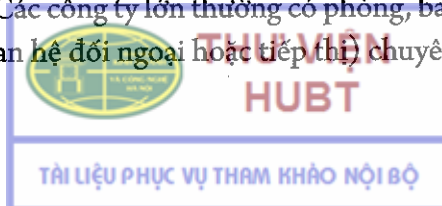
## Những khuyến nghị và đề xuất cho Việt Nam

### Đối với các doanh nghiệp Việt Nam

Các doanh nghiệp cần chú trọng hơn trong việc quản trị thông tin thương vụ.

Câu hỏi đặt ra là: "Làm thế nào để quản trị thông tin thương vụ được hiệu quả? Liệu có cần một bộ phận riêng để làm việc với báo chí trong việc thông tin, quảng bá hoạt động doanh nghiệp?"

Câu trả lời còn tùy thuộc vào quy mô và chiến lược quảng bá, tiếp thị của doanh nghiệp. Các công ty lớn thường có phòng, ban, nhân viên riêng (thuộc bộ phận quan hệ đối ngoại hoặc tiếp thị) chuyên trách về báo chí.



Họ giữ liên lạc chặt chẽ và cung cấp các thông tin về hoạt động của đơn vị mình. Đặc biệt khi xuất hiện các sự kiện lớn, thương vụ mua bán sáp nhập doanh nghiệp. Còn đối với các doanh nghiệp nhỏ, trong những thời điểm cần thiết, nếu không có nhân viên chuyên trách thì cần phân công người làm việc với báo chí.

Nói chung, ngoài cách thức đơn giản nhất là tự định chính thông tin, cung cấp các tin sự kiện trên website của mình, trong thời đại thông tin ngày một nhiều, để tránh các tình huống “ma trận thông tin” gây nhiễu loạn cho cộng đồng đầu tư và cũng là để tự tạo một nguồn thông tin chính xác tin cậy, tạo nhiều cơ hội đầu tư cho chính doanh nghiệp của mình, dù ít hay nhiều, chuyên hay không chuyên, doanh nghiệp cũng cần có một đầu mối liên lạc và chuyển các thông tin sự kiện quan trọng cho nhà báo.

#### *Đối với báo chí truyền thông*

Do thông tin M&A có những tính chất đặc thù, vì vậy các cơ quan báo chí nên tổ chức đào tạo những kiến thức cơ bản về M&A cho các phóng viên nhằm tiếp nhận và truyền tải được các thông tin từ phía doanh nghiệp được tốt nhất.

Phân tích khách quan mặt tích cực và những hạn chế của thương vụ, tránh hiện tượng chỉ nhìn vào mặt tiêu cực để khai thác. Ví dụ như đề tài liên quan đến những e ngại vì doanh nghiệp Việt bị thâm tóm, trong khi M&A là một hoạt động đầu tư và tuân theo các nguyên tắc thị trường.

Hạn chế việc lấy tin từ các báo chí chính thống, và trích dẫn không đầy đủ, đặt tít bài khác với nội dung dẫn đến thông tin bị hiểu sai lệch.

Cơ quan Nhà nước có thẩm quyền về quản lý thông tin cần có biện pháp với các hiện tượng tung tạo tin đồn về thương vụ M&A và cần có chế tài mạnh tay hơn nữa đối với các hành vi sai phạm này.

Cần có những cổng thông tin điện tử cung cấp thông tin M&A chính thống từ các nguồn Ngân hàng nhà nước, Ủy ban chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán...





# NHỮNG CÂU CHUYỆN SÁP NHẬP

Đặng Xuân Minh<sup>1</sup> (2010)

*Được viết năm 2010 và không phải là một bài viết nghiên cứu, “những câu chuyện sáp nhập” đơn giản chỉ sự thu góp của tác giả qua những gì được thấy trên phim ảnh và trên thực tế thị trường Việt Nam, khi M&A bắt đầu có những tác động đến cuộc sống thường ngày như công việc và thu nhập của mỗi người chủ và người lao động.*

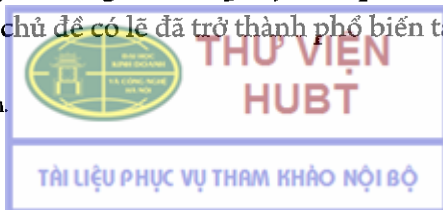
*Bài viết cũng lưu ý về “điểm chung của các thương vụ M&A là sự thay đổi, và mọi người nếu không tạo được thì cũng nên thích nghi với sự thay đổi”.*

## Những câu chuyện sáp nhập

Dan Foreman là Trưởng phòng Kinh doanh của *Sports America*, tạp chí thể thao hàng đầu tại Mỹ. Một buổi sáng, Dan sững sờ khi thấy tivi đưa tin tỉ phú Teddy K, Chủ tịch Tập đoàn truyền thông Globecom, đã mua lại tạp chí *Sports America*. Dan đến văn phòng và thấy bộ phận hành chính đã gỡ biển tên của mình và chuyển chỗ làm việc của mình. Globecom bổ nhiệm Carter, một cử nhân kinh tế, làm Trưởng phòng Quảng cáo của *Sports America*. Bộ phim tiếp tục những câu chuyện liên quan đến cuộc sống của mỗi người sau một quyết định thâu tóm; có những người đã khóc khi nhận được quyết định nghỉ việc do cắt giảm, có người nổi giận... và cuối cùng, sau một năm Tedady K lại bán đi tờ tạp chí, và mọi chuyện lại thay đổi.

Đó là nội dung của *In good company* - bộ phim Hollywood đề cập nhẹ nhàng đến một chủ đề có lẽ đã trở thành phổ biến tại Mỹ và các nước

<sup>1</sup> Thời báo Kinh tế Sài Gòn.





phát triển. Nơi mà hàng ngày, các cuộc thầu tóm (M&A) liên tục được thông báo và M&A đã trở thành một phần trong cuộc sống của những người đi làm.

Một thương vụ thầu tóm hoặc mua lại, đồng nghĩa với sự thay đổi. Những lễ công bố, những tin thông báo ngắn gọn trên các thông cáo chỉ là sự mở đầu. Ngay sau đó, đa số các kế hoạch đã được chuẩn bị từ trước, công cuộc tái cấu trúc bắt đầu. Nhân sự sẽ là một trong những điều được quan tâm đầu tiên, vì nó gần và có thể trong tầm quyết định được, sau đó là vốn, là thị trường, là thương hiệu... Có thể tất cả nhân sự sẽ đều được giữ lại, như đa số các ông chủ mới ra thông báo trấn an để đảm bảo hệ thống không bị biến động quá. Và cũng có thể sẽ là một cuộc thay đổi dần dần hoặc ngay lập tức, từ vị trí cao nhất, đến quản lý cấp trung, và có thể cả những lao động trực tiếp.

### **Câu chuyện 1 – Sau một đại hội cổ đông**

Tôi từng tham dự đại hội cổ đông của một công ty bị thôn tính, và chứng kiến những phút thay đổi, trong vòng chưa đầy vài giờ. Đó là một công ty dược địa phương, vốn cỡ hai chục tỷ, mấy chục quầy thuốc khắp tỉnh, khoảng 300 công nhân - đa số họ gần như gắn bó cả đời với công ty từ khi nó là một doanh nghiệp nhà nước nhỏ.

Tôi chú ý đến ông giám đốc kiêm chủ tịch, sau bao nhiêu năm lãnh đạo doanh nghiệp, ông như là ông chủ thực sự của doanh nghiệp. Xem cách ông bắt tay, cách ông nói chuyện, cách ông chỉ đạo Hội nghị. Đến trước phần bầu cử, trông ông vẫn tự tin lắm, và có lẽ ông sẽ tiếp tục làm thêm một nhiệm kỳ 5 năm nữa. Tuy nhiên, đến đoạn đề cử và bầu thì có vẻ có điều gì thay đổi. Ông vẫn đủ phiếu làm thành viên HĐQT, nhưng có một vài người mới, thay cho Kế toán trưởng và Phó Giám đốc, những người thân cận của ông và trông ông phát biểu kết thúc không được vui cho lắm.

Buổi chiều, nhận được điện thoại của người quen làm ở công ty: “thay hết cả ban giám đốc cũ rồi, lãnh đạo mới trẻ lắm, học Dược ở Ấn Độ về. Đội này muốn phát triển một thương hiệu lần nữa và mạng lưới bán lẻ khắp các tỉnh lân cận”.

## CÁC BÀI VIẾT VỀ M&A

Thế ông giám đốc cũ làm gì? Nghe nói ông ấy cố vấn cho công ty của con trai làm về Đông dươc. Còn lại thì chăm sóc vườn cảnh ở nhà, 55 rồi còn gì. Không có chỗ cho người già cậu ạ - "No country for old man". Thế còn có cắt giảm lao động sản xuất không? Chắc là có, số lượng công nhân hiện tại đông quá, dự kiến giảm biên chế khoảng 1/3, 200 là vừa.

### Câu chuyện 2

Có một lần trong năm 2010, tôi đi cùng với một anh bạn làm nghề tư vấn mua bán doanh nghiệp đến một doanh nghiệp chế biến gỗ nội thất đang gặp khó khăn, đang nợ quá hạn tại ngân hàng và bị ép bán doanh nghiệp để tất toán nợ.

Khu nhà xưởng vắng vẻ, chẳng có một bóng công nhân nào đang làm việc, máy móc đắp chiếu... khu nhà xưởng im lìm, tuy nhiên nhìn kỹ thì vẫn thấy bóng dáng của một khu nhà máy bẽ thế - nếu nó được hoạt động tốt. Anh P. chủ doanh nghiệp chân thành tâm sự với chúng tôi. Trước đây chỉ là một xưởng quy mô khá, công việc cũng được. Tuy nhiên giai đoạn 2006 - 2007, muốn làm ăn lớn, V. Một tập đoàn đóng tàu muốn góp vốn và nâng quy mô lên với mục tiêu khai thác thị trường nội thất của đóng tàu, làm thủ tục đổi tên doanh nghiệp, rồi đi vay mấy chục tỷ của ngân hàng. Cuối cùng họ chỉ góp bằng thương hiệu, ghép tên vào mình, chứ có góp vốn thực đâu. Cuối cùng mới mất cán đối như thế này.

Đi từ khu nhà xưởng lên văn phòng, thấy một người đàn ông ngồi im lìm, đốt thuốc, mắt nhìn xa xăm. Chúng tôi hỏi thì được biết, đây là em trai của anh P. , anh kéo từ Đắk Lắk ra để làm quản đốc, nó ngồi tiếc vì đáng ra ở Đắk Lắk thì nó đã ổn định rồi.

### Câu chuyện 3

Một ngày, nhận được tin nhắn của bà chị họ: "anh K nhà chị lại nghỉ việc mấy hôm nay rồi, không thấy đi làm nữa, chị lo quá. Ngại hỏi trực tiếp, kiểm tra trên mạng mới thấy tin về một vụ chuyển nhượng. Chủ cũ ở bên Úc của Công ty đã chuyển nhượng phần vốn cho đối tác nước ngoài khác. Gọi điện, bà chị than phiền, làm nước ngoài và tự nhân thế đấy, làm nhà nước có khi ổn định hơn, chú nhỉ".

Mới giặt mình, có lẽ ảnh hưởng của mua bán và sáp nhập không còn ở trong phim Mỹ và ở đâu xa nữa! Mà cũng xảy ra ở Việt Nam ngay gần mình.

\*\*\*

Một buổi sáng, một số lạ gọi đến, anh P đây, anh đã bán được công ty rồi, một công ty bất động sản mua 46 tỷ, anh trả nợ 30 tỷ cả gốc và lãi. Anh thanh toán hết nợ, còn chệnh được một ít. Bác có định kinh doanh lại không, tôi hỏi. Anh tính buôn bất động sản thôi, không sản xuất nữa. Cậu em của anh thì cho ít tiền về Đắk Lắk trở lại rồi.

Anh K thì được bạn bè giới thiệu sang một công ty “cháu”, công ty liên kết của một Tập đoàn, đang triển khai một dự án mở. Được gần nhà, không nhiều sức ép và tuy là công ty cổ phần nhưng vẫn ít nhiều văn hóa doanh nghiệp nhà nước. Ít nhất thì cũng có việc làm gần nhà, và hài lòng bà chị thích sự ổn định của nhà nước.

***Có lẽ điểm chung của thương vụ M&A là sự thay đổi, và mọi người, nếu không tạo được, thì cũng nên thích nghi với sự thay đổi.***

**“Định giá không phải là khoa học**

**Định giá không phải là nghệ thuật**

**Định giá là một kỹ năng cần được khổ luyện nghiêm túc”**

**(Damoradan)**



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

*Lê Hải Châu*

*Nguyễn Kim Đức*

*Đặng Xuân Minh*

*Nguyễn Quốc Việt*

*Vũ Trung Kiên*

*Nguyễn Văn Thăng*

*Đào Nguyên*

*Trần Long*



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**

# ĐỂ ĐỊNH GIÁ ĐÚNG VỚI GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG

Lê Hải Châu<sup>1</sup> (2015)

*Tại thời điểm tham gia bài viết, Lê Hải Châu đã tốt nghiệp Thạc sỹ Tài chính tại Anh và phụ trách thẩm định của Công ty CP Thẩm định giá BTCVALUE, văn phòng TP.HCM. Bài viết cơ bản về các phương pháp định giá và bảo vệ quan điểm thị trường là công cụ định giá tốt nhất cho các cuộc IPO hoặc thoái vốn doanh nghiệp nhà nước.*

Vấn đề là làm thế nào để xác định hoặc định giá được đúng với giá thị trường là câu chuyện tranh luận khá nóng của giới chuyên môn. Tuy nhiên, trên thực tế, không đơn giản để xác định được giá thị trường, mặt khác, giá thị trường thường có tính chất thời điểm, nên đa số các trường hợp, giá trị định giá có thể có những khác biệt đáng kể.

Tại Việt Nam hiện nay, sau nhiều năm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa, đã có nhiều bài học về định giá; các hướng dẫn phương pháp định giá cũng được hoàn thiện qua thời gian. Các doanh nghiệp được định giá sát hơn, đặc biệt những thương vụ cổ phần hóa lớn cũng được thuê chuyên gia nước ngoài vào định giá. Tuy vậy, cần nhìn vào một thực tế là định giá chỉ là một phần mở đầu cho công việc thoái vốn và tạo giá trị gia tăng nhất cho người bán, mà ở đây chính là nhà nước, người chủ sở hữu của các doanh nghiệp nhà nước.

<sup>1</sup> Công ty Thẩm định giá BTC VALUE.



## MỘT SỐ PHƯƠNG PHÁP ĐANG ĐƯỢC ÁP DỤNG

### 1. Mô hình định giá dựa trên tài sản thuần - NAVM

Phương pháp này xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên giá trị thị trường của các loại tài sản của doanh nghiệp. Giá trị thị trường chính là giá trị hợp lý của tài sản do các bên thỏa thuận khi trao đổi, mua bán. Giá trị doanh nghiệp được hiểu ở đây là giá trị của vốn chủ sở hữu hay chính là giá trị tài sản của toàn công ty sau khi đã loại trừ các khoản nợ phải trả. Theo phương pháp này thì giá trị thị trường của tài sản doanh nghiệp sẽ được xác định dựa vào số liệu trên Báo cáo tài chính của doanh nghiệp.

Phương pháp này thể hiện cơ bản nhất giá trị của doanh nghiệp tại thời điểm định giá. Tuy nhiên hạn chế của phương pháp này là chỉ chú trọng đến các thông tin xảy ra trong quá khứ và hiện tại, không xem xét những biến đổi của doanh nghiệp trong tương lai. Mặt khác, do đặc thù các doanh nghiệp Việt Nam, không dễ để tính toán giá trị vô hình của doanh nghiệp.

### 2. Nhóm mô hình định giá theo giá trị so sánh - RVM

Nhóm mô hình định giá này bao gồm các phương pháp so sánh một số chỉ số như giá – thu nhập (P/E), giá – giá trị sổ sách (P/B), giá – doanh thu (P/S).

P/E là hệ số giữa giá trị thị trường của cổ phiếu so với thu nhập của doanh nghiệp trên mỗi cổ phiếu, chủ yếu là đo lường về khả năng của thu nhập có được trên mỗi cổ phiếu và hệ số giá bỏ ra để mua được một đồng thu nhập của doanh nghiệp.

P/B là hệ số giữa giá trị thị trường của cổ phiếu so với giá trị sổ sách của tài sản tính trên mỗi cổ phiếu, hệ số này phản ánh mức giá chi trả để mua một đơn vị (đồng) tài sản của doanh nghiệp.

P/S là hệ số giữa giá trị thị trường của cổ phiếu so với giá trị doanh thu tính trên mỗi cổ phiếu, hệ số này phản ánh mức giá chi trả để có được một đồng doanh thu của doanh nghiệp. Phương pháp này có thể áp dụng khi so sánh các doanh nghiệp trong cùng lĩnh vực đặc thù và tương đồng về doanh thu.

### 3. Mô hình định giá theo chiết khấu dòng tiền về giá trị hiện tại – PVM

Phương pháp chiết khấu luồng cổ tức (DDM): Giá trị doanh nghiệp được đo lường thông qua việc chiết khấu luồng cổ tức qua các năm, nghĩa là chiết khấu cổ tức tiềm năng của doanh nghiệp. Phương pháp này được xem là phương pháp đơn giản nhất trong các mô hình định giá.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền bao gồm: mô hình chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và mô hình chiết khấu dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (FCFE).

Mô hình chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) xác định giá trị doanh nghiệp bằng cách chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Dòng tiền tự do của doanh nghiệp là dòng tiền tạo ra dành cho tất cả những người có quyền được hưởng trong doanh nghiệp nghĩa là dòng tiền dành cho các cổ đông và các chủ nợ của doanh nghiệp, nó thể hiện giá trị của toàn doanh nghiệp không phải chỉ là giá trị của vốn chủ. Dòng tiền này có thể gọi là dòng tiền trước nợ và được tính từ Thu nhập hoạt động sau thuế.

Mô hình chiết khấu dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (FCFE) là mô hình xác định giá trị doanh nghiệp bằng cách chiết khấu dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu. Dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu là dòng tiền được chi trả dành cho các cổ đông của doanh nghiệp, được tính từ Thu nhập ròng.

### THỰC TẾ ÁP DỤNG TẠI VIỆT NAM

Việt Nam có một thời gian quá dài theo mô hình các doanh nghiệp nhà nước được hưởng nhiều ưu đãi, thuê đất, hoặc thậm chí giao đất để sử dụng với chi phí thấp hơn đáng kể. Chính vì vậy, các nhà định giá thường gặp nhiều khó khăn khi định giá những lợi thế này. Trên thực tế, trong giai đoạn trước đây, nhiều cuộc định giá chỉ định giá theo phương pháp tài sản, và có điều chỉnh lợi thế của doanh nghiệp, tuy nhiên thường không tính toán chính xác yếu tố này.

Trên lý thuyết, nếu được sở hữu những lợi thế, ví dụ doanh nghiệp nhà nước được thuê đất vị trí đẹp thì phải thể hiện trên các kết quả kinh doanh. Tuy vậy, các kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước thường là lỗ



hoặc lãi ít, như vậy, rất khó đánh giá lợi thế của các tài sản được thuê.

Một yếu tố nữa tại Việt Nam là nguồn dữ liệu và thông tin về doanh nghiệp không chính xác và đầy đủ. Số lượng công ty niêm yết còn ít và không có nhiều cơ sở để áp dụng phương pháp so sánh. Ví dụ khó có thể tính được P/E ngành hợp lý để đánh giá công ty. Mặt khác khi thu nhập là yếu tố phụ thuộc vào các yếu tố trong tương lai, hầu như không thể dự báo chính xác được tại thị trường Việt Nam. Cũng chính vì vậy, cũng không dễ dàng trong việc dự báo dòng tiền trong tương lai để áp dụng các mô hình định giá như quốc tế đang sử dụng.

Một vấn đề cũng đáng quan tâm là trường hợp bán với tỷ lệ lớn cho nhà đầu tư hoặc đối tác chiến lược khi cổ phần hóa, phương pháp định giá vẫn chưa tính đến yếu tố lợi thế từ việc kiểm soát và thầu tóm doanh nghiệp.

## LÀM GÌ ĐỂ ĐỊNH GIÁ CHÍNH XÁC HƠN

Thứ nhất, yêu cầu công khai và minh bạch thông tin của các doanh nghiệp niêm yết và doanh nghiệp nhà nước cần được thực hiện tốt hơn. Yếu tố này sẽ giúp cho các tổ chức định giá có thể xây dựng được một hệ thống thông tin, dữ liệu về nền kinh tế, ngành và từng công ty trong ngành một cách đầy đủ và chính xác.

Thứ hai, nên bổ sung nguyên tắc về xác định giá bán trong trường hợp bán toàn bộ hoặc bán tỷ lệ sở hữu chi phối đối với các doanh nghiệp nhà nước. Trường hợp này không thể áp dụng mức giá định giá cho các trường hợp thông thường vì liên quan đến một yếu tố rất quan trọng là yếu tố kiểm soát doanh nghiệp.

Thứ ba, định giá chỉ là cơ sở xác định giá khởi điểm cho việc đàm phán và quyết định giá của chủ sở hữu. Để có được mức giá tốt nhất thì không có cách nào tốt hơn là để thị trường xác định. Chính vì vậy, các trường hợp lựa chọn đối tác chiến lược hoặc bán toàn bộ doanh nghiệp nên áp dụng việc chào thầu một cách minh bạch.



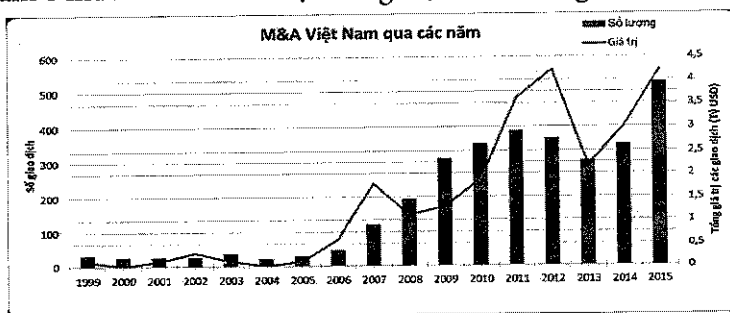
# GIÁ TRỊ CỘNG HƯỞNG TRONG HOẠT ĐỘNG M&A DƯỚI GÓC NHÌN THẨM ĐỊNH GIÁ

Nguyễn Kim Đức<sup>1</sup> (2016)

Nguyễn Kim Đức là một nhà nghiên cứu và giảng dạy tại Khoa Thẩm định giá, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM. Bài viết Giá trị cộng hưởng trong hoạt động M&A dưới góc nhìn thẩm định giá là bài tóm lược một nghiên cứu chuyên sâu của tác giả và được đăng tại Vietnam M&A Outlook 2016.

## Đặt vấn đề

Tại Việt Nam, từ năm 2007, hoạt động M&A đã trở nên sôi động, phát triển nhanh cả về số lượng và giá trị giao dịch, tốc độ tăng trưởng hàng năm ở mức cao và xuất hiện hàng loạt các thương vụ M&A tầm cỡ.



Hình 1: Tình hình hoạt động M&A Việt Nam giai đoạn 1999 – 2015.

Nguồn: IMAA (2016).

<sup>1</sup> Đại học Kinh tế TP.HCM.

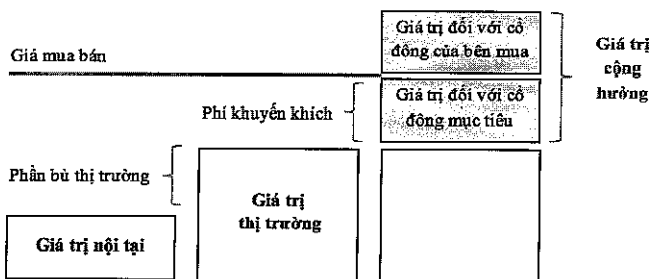


M&A được xem là một kênh hiệu quả góp phần gia tăng giá trị công ty dưới sự trợ giúp của giá trị cộng hưởng (GTCH). Vì vậy, Graaf (2010) cho rằng rất cần thiết khi tiến hành định lượng GTCH trước khi sáp nhập. Việc xác định đúng và đủ GTCH sẽ là cơ sở quan trọng hỗ trợ nhà quản lý đưa ra quyết định phù hợp (Garzella & Fiorentino, 2014).

Tuy nhiên, Eccles, Lanes & Wilson (1999) nhấn mạnh rất nhiều thương vụ M&A thất bại mà nguyên nhân chỉ vì công ty đã chi trả quá nhiều cho việc mua lại một công ty khác. Điều này cho thấy việc đánh giá không chính xác GTCH là một trong những lý do dẫn đến M&A không hiệu quả (Cartwright & Schoenberg, 2006). Trên thế giới, nhiều thương vụ được thực hiện với GTCH được ước tính rất cao trước khi M&A, nhưng kết quả GTCH không như kỳ vọng, thậm chí là âm. Từ thực tế đó, các phương pháp thẩm định GTCH không chỉ thu hút giới chuyên môn là các thẩm định viên về giá hành nghề mà còn thu hút sự quan tâm của cả nhà quản lý và nhà đầu tư.

### Giá trị cộng hưởng và Phí khuyến khích (Premium) trong hoạt động M&A

#### Giá trị cộng hưởng



Hình 2: Nguyên tắc cơ bản hình thành giá trị công ty mục tiêu

Nguồn: Eccles, Lanes & Wilson (1999);

Nguyễn Kim Đức, Huỳnh Kiều Tiên & Trần Bích Vân (2016).

Ý tưởng về cộng hưởng được giới thiệu trong các lý thuyết về quản lý để giải thích cho việc tạo ra giá trị tăng thêm của công ty trong hoạt động M&A (Ansoff, 1965). Theo Bradley & công sự (1988), cộng hưởng được định nghĩa là tổng lợi ích tăng thêm mà cổ đông đạt được. Srower (1997, p.20)

đã định nghĩa rộng hơn về cộng hưởng là “Sự gia tăng khả năng cạnh tranh, dẫn đến dòng tiền vượt quá những gì hai công ty tạo ra một cách độc lập”. Trong những năm sau đó, thuật ngữ cộng hưởng đã nhanh chóng trở thành chủ đề hấp dẫn trong hầu hết các nghiên cứu về quản trị, tài chính, thẩm định giá (TĐG) và kế toán (Gruca Nath & Mehra, 1997).

### ***Phí khuyến khích***

Phí khuyến khích là lượng tiền khuyến khích trả cho công ty mục tiêu nhằm thực hiện được một thương vụ M&A. Mức phí này được hiểu là giá trị được trả thêm bên cạnh giá trị nội tại của công ty mục tiêu.

Nghiên cứu của Shad (1973) cho thấy trung bình vào năm 1972, các công ty bán lại được trả một mức giá cao hơn 41% so với giá thị trường. Việc trả phí khuyến khích quá cao để hiệu lực hóa các thương vụ M&A xuất phát từ việc GTCH không được nhận ra, và đây là một trong những nguyên nhân dẫn đến các thương vụ M&A thất bại. Sirower & Sahni (2006) còn cho rằng các thương vụ M&A sử dụng GTCH để giải thích cho mức phí khuyến khích lớn thường sẽ rất hiếm đạt được GTCH trong thực tế và khi đó công ty sẽ rơi vào “bẫy GTCH”. Như vậy, việc nhận thức sâu sắc về GTCH và các phương pháp thẩm định GTCH là cần thiết.

### **Phương pháp thẩm định GTCH**

Phí khuyến khích không nên và không thể lớn hơn GTCH tiềm năng nếu như mục tiêu của việc thực hiện M&A là để đạt được một lợi nhuận tích cực hơn. Tuy nhiên, việc dự đoán GTCH thường không dễ dàng (Sirower, 1997). Dưới đây tác giả giới thiệu sơ bộ ý tưởng các phương pháp được sử dụng phổ biến trên thế giới để thẩm định GTCH trong hoạt động M&A.

### ***Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)***

Phương pháp DCF là phương pháp phổ biến để thẩm định GTCH. Theo đó, GTCH là chênh lệch giữa giá trị vốn chủ sở hữu công ty sau M&A với giá trị vốn chủ sở hữu các công ty thành phần.

$$S = E_{AB} - (E_A + E_B)$$

Trong đó,  $E_{AB}$  là giá trị vốn chủ sở hữu công ty sau M&A được xác định theo phương pháp chi phí vốn;  $E_A$  và  $E_B$  giá trị vốn chủ sở hữu các công ty thành phần được xác định là giá trị vốn hóa thị trường hoặc theo phương pháp chi phí vốn.

Phương pháp này có thể sử dụng cho cả trường hợp thẩm định GTCH và kiểm định GTCH. Điểm khác nhau cơ bản giữa hai trường hợp này là công ty sau M&A đã có báo cáo tài chính sau M&A (kiểm định) hay chỉ dừng lại ở công ty giả định (TĐG).

Trong trường hợp thẩm định, cả hai công ty A và B đều chưa thực hiện M&A. Mục tiêu của việc TĐG là để xác định mức trần của phí khuyến khích, từ đó đưa ra giá chào mua hợp lý. Do đó, công ty sau M&A là một công ty giả định. Vì là công ty giả định, nên khi xác định  $E_{AB}$ , EBIT, tỷ lệ tái đầu tư (RIR), suất sinh lợi trên vốn (ROC) và tốc độ tăng trưởng (g) tùy thuộc vào từng thương vụ M&A sẽ có những cách xử lý khác nhau. Căn cứ vào chiến lược M&A, môi trường vĩ mô, phân tích ngành và công ty mà thẩm định viên lựa chọn các chỉ số dựa trên công ty thành phần hoặc giá trị kỳ vọng theo kết quả phân tích. Đây là bước đòi hỏi thẩm định viên phải có sự xét đoán nghề nghiệp rất cao.

Trong trường hợp kiểm định, công ty sau M&A thường đã hoạt động một thời gian và cũng đã công bố báo cáo tài chính. Mục tiêu của việc xác định GTCH là để kiểm định xem thương vụ có đem lại GTCH đúng như kỳ vọng. Thời gian tiến hành kiểm định thường từ 1 đến 3 năm sau thời điểm M&A. Khi đó, các chỉ tiêu tính toán có thể dựa trên báo cáo tài chính của công ty sau M&A đã công bố, sẽ ít có sự giả định, cũng như không đòi hỏi cao tính xét đoán nghề nghiệp.

### ***Phương pháp dựa trên suất sinh lợi kế toán (Accounting Return)***

Phương pháp dựa trên suất sinh lợi kế toán cho rằng các số liệu kế toán trên báo cáo tài chính công ty sau M&A sẽ thể hiện được lợi ích của các thương vụ M&A. Ý tưởng thực hiện của phương pháp này là so sánh các tỷ số tài chính trước và sau khi các công ty thực hiện M&A. Mô hình *t*-statistic là mô hình được lựa chọn để kiểm định khi sử dụng phương pháp này (Cornett, 1992, 2006).

Tùy thuộc vào lĩnh vực kinh doanh mà các tỷ số tài chính được lựa chọn sẽ khác nhau. Thông thường, các tỷ số được lựa chọn là tỷ số phản ánh khả năng sinh lợi như ROA và ROE (Malik & cộng sự, 2014), các chỉ số về hiệu quả hoạt động như tỷ số chi phí lãi trên tổng tài sản, tỷ số tổng chi phí trên tổng doanh thu, v.v. (Trần Hoàng Ngân & Dương Tấn Khoa, 2014).

Chất lượng thông tin và chất lượng báo cáo tài chính luôn được các nhà đầu tư và thẩm định viên quan tâm. Do đó, tùy thuộc vào lĩnh vực kinh doanh, chiến lược M&A mà thẩm định viên cần có những điều chỉnh khi tính toán các tỷ số này nhằm đảm bảo sự hợp lý đối với từng thương vụ.

Bên cạnh đó, đến nay vẫn chưa có một nghiên cứu đầy đủ nào thể hiện được thời gian tối ưu để so sánh các tỷ số tài chính trước và sau khi thực hiện M&A. Trần Hoàng Ngân & Dương Tấn Khoa (2014) sử dụng thời gian 3 năm trong khi Ruback & Palepu (1992) lựa chọn 5 năm. Tổng hợp của Malik & cộng sự (2014) cho thấy thời gian trung bình thường được lựa chọn là từ 2 đến 3 năm sau khi thực hiện M&A.

### ***Phương pháp tác động sự kiện (Event Studies)***

Phương pháp kế toán và phương pháp nghiên cứu sự kiện là hai phương pháp phổ biến để đo lường tác động của một sự kiện đến thu nhập của công ty. Nếu như phương pháp kế toán so sánh mức thu nhập ghi nhận được với mức thu nhập dự báo trong trường hợp không xảy ra M&A (Duso & cộng sự, 2010) thì phương pháp nghiên cứu sự kiện nghiên cứu phản ứng của thị trường đối với thông tin công bố về M&A. Phương pháp nghiên cứu sự kiện là phương pháp được chấp nhận rộng rãi (Malik & cộng sự, 2014) với ý tưởng khi thông tin M&A được công bố, giá cổ phiếu sẽ chệch khỏi quỹ đạo thông thường và mang lại thu nhập bất thường.

MacKinlay (1997) cho rằng mô hình hồi quy mặt cắt là một công cụ hữu dụng với phương trình tổng quát có dạng:

$$CAR = \alpha + \sum_{i=1}^n (\beta_i X_i)$$

Trong đó, CAR là thu nhập bất thường lũy kế;  $X_i$  là các nhân tố ảnh hưởng (biến giải thích);  $\beta_i$  là hệ số hồi quy của biến giải thích thứ  $i$ .

Tuy nhiên, việc xác định  $X_1$  là những nhân tố nào vẫn còn là một câu hỏi lớn. Chỉ với 4 nghiên cứu của Datta & cộng sự (1992), Kiyamaz & Mukherjee (2000), Moeller & cộng sự (2004), Hagendorff & cộng sự (2008) đã đề xuất tổng cộng hơn 30 nhân tố. Vì vậy, tùy thuộc vào từng thương vụ M&A mà thẩm định viên sẽ đưa ra các xét đoán nghề nghiệp để lựa chọn các biến giải thích phù hợp.

### **Phương pháp phân tách thành phần cấu thành GTCH**

Trên nền tảng các mô hình của Massari (1998) và Zanetti (2000), Destri & cộng sự (2012) đã xây dựng một phương pháp đo lường bao gồm ba loại cộng hưởng: (i) cộng hưởng làm gia tăng dòng tiền ( $S_F$ ), liên quan đến việc gia tăng dòng tiền do M&A tạo ra; (ii) cộng hưởng làm gia tăng tính linh hoạt, bằng cách xem cộng hưởng như một quyền chọn thực ( $S_O$ ). Loại cộng hưởng này có liên quan đến việc làm thế nào để công ty sau M&A gia tăng khả năng nội tại để đáp ứng sự phát triển trong môi trường cạnh tranh. Việc đo lường cộng hưởng như một quyền chọn sẽ giúp nhà đầu tư đánh giá được độ linh hoạt từ khả năng thích ứng của công ty (Smit & Trigeorgis, 2004); (iii) cộng hưởng làm giảm rủi ro công ty, liên quan đến việc thay đổi đặc trưng rủi ro của công ty ( $S_R$ ). Khi đó, xét một cách tổng quát, GTCH trong công thức có thể được cụ thể hóa như sau:

$$S = S_F + S_O + S_R$$

Destri & cộng sự (2012) đã đề nghị sử dụng các kỹ thuật tính toán của DCF để đo lường  $S_F$  và  $S_R$ , các kỹ thuật quyền chọn thực để ước tính  $S_O$ .

WACC vẫn là lựa chọn tối ưu để xác định suất chiết khấu, đồng thời khi xem xét suất chiết khấu WACC, thẩm định viên cần điều chỉnh đối với các ảnh hưởng của nợ (gọi là  $WACC^{**}$ ). Nghiên cứu của Destri & cộng sự (2012) đã ủng hộ cho sự lựa chọn này để đáp ứng được sự linh hoạt, nhanh chóng đối với việc lựa chọn công ty mục tiêu.

### **Ước tính GTCH làm gia tăng dòng tiền ( $S_F$ )**

$$\overline{S_F} = \sum_{i=1}^t \left[ \frac{\Delta(FCFO_{iAB})}{(1+WACC^{**})^i} + \frac{\Delta(FCFO_{AB})(1+WACC^{**})^{-t}}{WACC^{**}} \right]$$

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

Trong đó  $\Delta(\text{FCFO}_{i,AB})$  là chênh lệch dòng tiền hoạt động của công ty M&A được phân tích năm  $i$ ;  $\Delta(\text{FCFO}_{AB})$  là trung bình chênh lệch dòng tiền hoạt động của công ty M&A được phân tích từ thời gian  $t+1$ ;  $\text{WACC}^{**}$  là chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty M&A.

### **Ước tính GTCH làm gia tăng tính linh hoạt ( $S_o$ )**

Như đã đề cập, lý thuyết quyền chọn thực được đề xuất như một mô hình thay thế kỹ thuật DCF nhằm xác định  $S_o$ . Sử dụng công thức đề xuất bởi Black & Scholes (1972) được điều chỉnh cổ tức, khi đó GTCH khi xem như một quyền chọn thực là:

$$O = S e^{-yt} * N(d_1) - K * e^{-rt} * N(d_2)$$

Trong đó  $S_e$  là giá trị hiện tại của các dự án có tiềm năng phát triển;  $K$  là đầu tư ban đầu cho sự phát triển dự án;  $r$  là lãi suất phi rủi ro tương ứng với kỳ hạn  $t$ ;  $t$  là thời hạn hiệu lực còn lại của quyền chọn;  $y$  là tỷ lệ cổ tức được thực hiện ngay;  $N(d_1)$  và  $N(d_2)$  là hai xác suất, được tính bằng cách sử dụng phân phối tích lũy chuẩn tắc. Hai xác suất trên cho biết khả năng một quyền chọn mang lại dòng tiền dương cho người sở hữu quyền chọn tại thời điểm thực hiện.

Như vậy, nếu quá trình M&A tạo ra  $p$  quyền chọn linh hoạt và quá trình ước tính được lặp đi lặp lại  $p$  lần cho các quyền chọn linh hoạt này, chúng ta sẽ có giá trị của  $S_o$ .

$$\bar{S}_o = \sum_{h=1}^p o_h = \sum_{h=1}^p [S e^{-yt} * N(d_1) - K * e^{-rt} * N(d_e)]$$

### **Ước tính GTCH làm giảm rủi ro công ty ( $S_R$ )**

Destri & cộng sự (2012) tiến hành so sánh giá trị của các công ty sau M&A và giá trị của các công ty khi hoạt động độc lập. Khi đó, thẩm định viên có thể tiến hành xác định GTCH dựa trên các nền tảng rủi ro khác nhau theo công thức sau:





$$\begin{aligned} \overline{S}_R = & \left[ \sum_{i=1}^t \frac{(FCFO_{iA})}{(1+WACC^{**})^i} + \frac{(FCF_A + FCFO_B)(1+WACC^{**})^{-t}}{WACC^{**}} \right] \\ & - \left[ \sum_{i=1}^t \frac{(FCFO_{iA})}{(1+WACC_A^{**})^i} + \frac{(FCFO_A)(1+WACC_A^{**})^{-t}}{WACC_A^{**}} \right] \\ & - \left[ \sum_{i=1}^t \frac{(FCFO_{iB})}{(1+WACC_B^{**})^i} + \frac{(FCFO_B)(1+WACC_B^{**})^{-t}}{WACC_B^{**}} \right] \end{aligned}$$

Trong đó,  $FCFO_{iA}$ ,  $FCFO_{iB}$  là dòng tiền hoạt động của công ty A và B trong năm  $i$ ;  $FCFO_A$ ,  $FCFO_B$  là trung bình dòng tiền hoạt động công ty A và B từ thời gian  $t+1$ .

### Phương pháp quyền chọn

Về cơ bản, phương pháp quyền chọn dựa trên lý thuyết về khả năng và tính không chắc chắn của dự án (Zaden, 1965), được phát triển mạnh mẽ sau nghiên cứu của Black & Scholes (1972) với mô hình nổi tiếng Black-Scholes. Đến nay đã có nhiều mô hình định giá quyền chọn được đề xuất như Black & Scholes (1973), Nhị thức của Cox & cộng sự (1979), Datar – Mathews (2004), Fuzzy Pay-off Method của Collan & cộng sự (2009).

Theo Kinunen (2010), giá trị quyền chọn của cộng hưởng hoặc giá trị của toàn thương vụ M&A có thể được tính toán bằng mô hình của Collan & cộng sự (2009). Dựa trên dòng tiền của 10 năm trước cho đến thời điểm thực hiện M&A, kết hợp với dòng tiền dự báo 10 năm sau M&A, có thể tính toán được doanh thu tăng lên hoặc các khoản tiết kiệm chi phí nhờ thương vụ M&A. Sau đó, áp dụng vào mô hình của Collan (2011) để xây dựng lên các kịch bản khác nhau của dòng tiền, từ phương án lạc quan nhất (tình huống tốt) đến phương án xấu nhất (tình huống xấu) dựa trên số mờ Fuzzy. Phương pháp Fuzzy Pay-off ngoài khả năng ước tính giá trị công ty mục tiêu, còn có thể dựa trên bảng tam giác số mờ để xác định GTCH bao gồm cả cộng hưởng hoạt động và cộng hưởng tài chính (Kinunen, 2010; Collan, 2011).

Trong 5 phương pháp, phương pháp dựa trên suất sinh lợi kế toán và phương pháp tác động sự kiện thường được sử dụng khi xem xét mức

độ thành công của một thương vụ M&A. Kết quả theo hai phương pháp này đo lường qua các tỷ số tài chính, không thể hiện bằng một giá trị cụ thể. Phương pháp DCF, phương pháp Quyền chọn và phương pháp phân tách thành phần cấu thành GTCH là những phương pháp có thể xác định GTCH bằng một giá trị cụ thể.

### **Một số nghiên cứu về hoạt động thẩm định GTCH trên thế giới**

Aybar & Ficici (2009) tập trung vào hoạt động M&A xuyên biên giới của 58 công ty đa quốc gia tại thị trường đang phát triển giai đoạn 1991-2004 cho thấy M&A không tạo ra bất kì GTCH nào. Ngược lại, khảo sát của Bhagat, Malhotra, & Zhu (2011) dựa trên 698 thương vụ M&A xuyên biên giới ở 8 thị trường mới nổi thuộc khu vực Đông Á và Đông Nam Á lại cho thấy công ty chủ động thực hiện M&A sẽ nhận được lợi tức cổ phiếu dương theo sau mỗi thương vụ M&A. Tương tự, Song, Chu, & Cheok (2010) chỉ ra rằng đã có sự nâng cao rõ rệt trong hoạt động của công ty mục tiêu tại 5 quốc gia (Malaysia, Philippines, Hàn quốc, Indonesia và Thái Lan) sau khi thực hiện M&A xuyên biên giới giai đoạn 1995-2007. Chari, Ouimet & Tesar (2004); Chernykh, Liebenberg, & Macias (2010) cũng nhận thấy rằng lợi tức của công ty mục tiêu gia tăng sau sự kiện M&A bất kể đây là thương vụ M&A nội địa hay xuyên biên giới. Zhu, Jog & Otchere (2011) khi so sánh M&A nội địa và M&A xuyên biên giới ở 20 thị trường đang phát triển giai đoạn 1990-2007 cho thấy hiệu quả của M&A xuyên biên giới là không rõ ràng, và M&A nội địa ảnh hưởng một cách tích cực đến lợi tức cổ phiếu và kết quả tài chính của công ty mục tiêu.

Như vậy, các nghiên cứu chỉ dừng lại ở việc phân tích ảnh hưởng của sự kiện M&A đến biến thiên lợi tức cổ phiếu và hoạt động tài chính của công ty sau M&A. Các biến động này chủ yếu tồn tại trong ngắn hạn, trong khi mục tiêu của các thương vụ M&A là GTCH (giá trị gia tăng trong dài hạn).

Một trong ít các nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về GTCH là thống kê thực nghiệm của Damodaran (2002) khi cho rằng có 65% thương vụ M&A trên thế giới không tạo nên giá trị cho cổ đông.

Ngoài ra, dựa vào khảo sát các công ty ở Mỹ và châu Âu, được thực hiện bởi công ty Accenture và The Economist Intelligence Unit, chỉ có 45% và 51% số người trả lời cho rằng đã đạt được GTCH từ việc cắt giảm chi phí và cộng hưởng doanh thu thực tế. Các nghiên cứu khác tiếp cận GTCH thông qua việc xác định giá trị này trong từng thương vụ, như P&G và Gillette (Damodaran, 2005), Volvo và Geely (Zhou & Zhang, 2011). Cornett và cộng sự (2006) đã ước lượng thương vụ M&A giữa Manhattan Bank và Chemical Bank năm 1996 đã tiết kiệm khoảng 1,5 tỷ USD do tinh giảm được 12.000 công việc trùng lặp tại 75.000 điểm giao dịch trải rộng trên 51 quốc gia khác nhau.

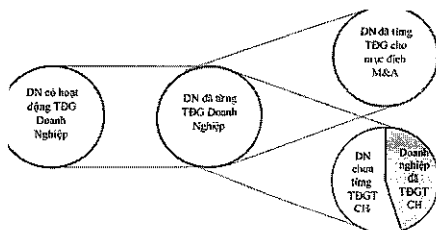
Tại Việt Nam, nghiên cứu về hoạt động M&A tuy nhiều nhưng về GTCH vẫn còn khiêm tốn. Nguyễn Thị Ngọc Dung (2014) sử dụng phương pháp phân tích tác động sự kiện cho 193 thương vụ M&A ngân hàng tại ASEAN trong từng quãng thời gian sự kiện khác nhau. Trần Hoàng Ngân & Dương Tấn Khoa (2014) sử dụng mô hình t-statistic để so sánh các biến số (sức mạnh thị trường và hiệu quả hoạt động) một năm trước M&A với cùng biến số đó ở ba năm sau của các thương vụ M&A ngân hàng tại Nhật Bản giai đoạn 1999-2006. Nguyễn Kim Đức và cộng sự (2016) đã tiến hành kiểm định và thẩm định GTCH một số thương vụ M&A nổi bật tại Việt Nam, kết quả cho thấy chỉ có 50% thương vụ M&A có tạo ra GTCH thực sự (kiểm định). Đồng thời, kết quả còn cho thấy phương pháp DCF là phương pháp khả thi để sử dụng tại Việt Nam vì GTCH có được từ phương pháp này (thẩm định) sát với GTCH thực tế nhất.

### **Thực trạng hoạt động thẩm định GTCH tại Việt Nam**

Tiến hành khảo sát các chuyên gia là thẩm định viên về giá hành nghề tại các đơn vị có chức năng TĐG. Kết quả khảo sát cho thấy chỉ có 43% số lượng công ty TĐG đã từng thực hiện thẩm định GTCH. Khảo sát cũng cho thấy các công ty TĐG đã từng thẩm định GTCH đều là các công ty nước ngoài.



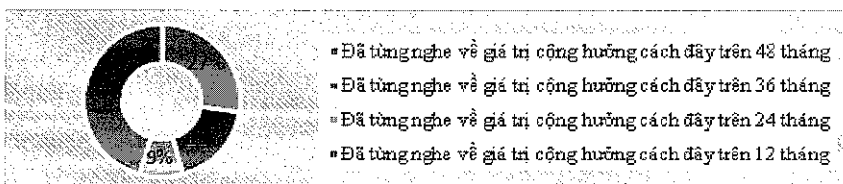
## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ



Hình 3: Thực trạng thẩm định GTCH tại Việt Nam

Nguồn: Nguyễn Kim Đức, Huỳnh Kiều Tiên & Trần Bích Vân (2016).

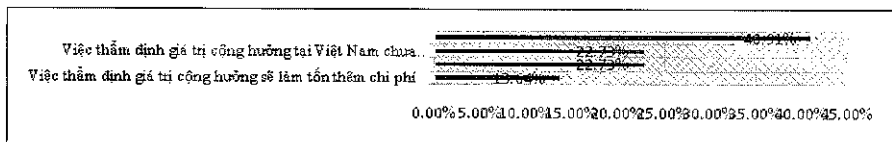
Tuy nhiên, 100% thẩm định viên được khảo sát đều biết đến GTCH; và trong đó, 54% số lượng thẩm định viên đã nghe nói về GTCH cách đây trên hai năm (hình 4). Như vậy, GTCH tuy được biết đến khá phổ biến nhưng chưa được quan tâm nhiều ở Việt Nam.



Hình 4: Sự nhận biết GTCH tại Việt Nam

Nguồn: Nguyễn Kim Đức, Huỳnh Kiều Tiên & Trần Bích Vân (2016).

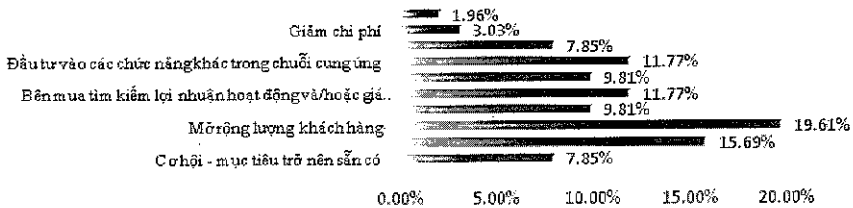
Khi tìm hiểu nhu cầu của khách hàng (công ty chủ động, công ty mục tiêu), kết quả cho thấy khi thực hiện M&A, khách hàng chỉ yêu cầu TĐG doanh nghiệp. Lý do được lựa chọn nhiều nhất là “Vì mục đích cuối cùng là xác định giá trị công ty mục tiêu để tiến hành đàm phán”. Điều này cũng giải thích vì sao chỉ có 43% công ty đã từng thực hiện thẩm định GTCH.



Hình 5: Lý do khách hàng không yêu cầu thẩm định GTCH

Nguồn: Nguyễn Kim Đức, Huỳnh Kiều Tiên & Trần Bích Vân (2016).

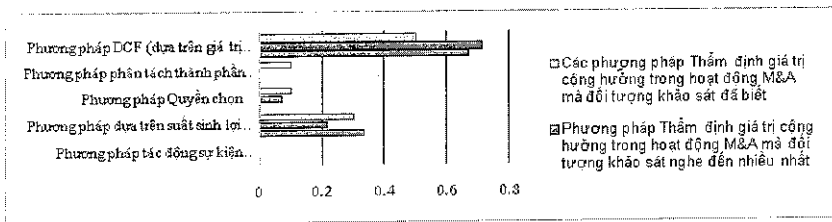
Dù nhu cầu thẩm định GTCH tại Việt Nam chưa cao (hình 5) nhưng có đến 90,91% số lượng thẩm định viên đều cho rằng động cơ khi thực hiện M&A là GTCH, và tùy thuộc vào từng thương vụ mà GTCH được thể hiện dưới nhiều hình thức khác nhau (hình 6).



Hình 6: Các động cơ cụ thể của GTCH thường được hướng đến

Nguồn: Nguyễn Kim Đức, Huỳnh Kiều Tiên & Trần Bích Vân (2016).

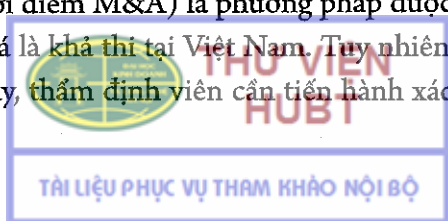
Khi tiến hành khảo sát về phương pháp thẩm định GTCH mà các đối tượng khảo sát đã biết, kết quả cho thấy phương pháp DCF là phương pháp được các đáp viên biết đến nhiều nhất (50%), sau đó là phương pháp dựa trên suất sinh lợi kế toán (30%). Đây cũng là hai phương pháp được thẩm định viên nghe đến nhiều nhất (lần lượt là 71,43% và 21,43%) và được đánh giá có tính khả thi cao nhất tại Việt Nam (phương pháp DCF được 2/3 đáp viên lựa chọn và phương pháp dựa trên suất sinh lợi kế toán là 1/3).



Hình 7: Các phương pháp thẩm định GTCH.

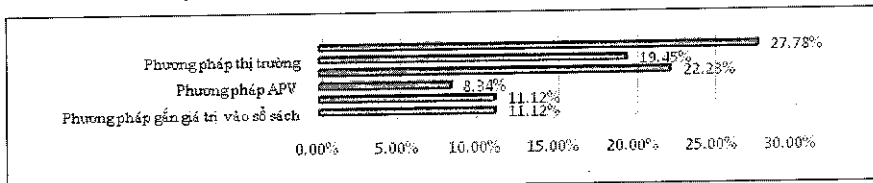
Nguồn: Nguyễn Kim Đức, Huỳnh Kiều Tiên & Trần Bích Vân (2016).

Từ hình 7, phương pháp DCF (dựa trên giá trị công ty trước và sau khi M&A tại thời điểm M&A) là phương pháp được biết đến nhiều nhất và được đánh giá là khả thi tại Việt Nam. Tuy nhiên, để có thể vận dụng phương pháp này, thẩm định viên cần tiến hành xác định giá trị công ty

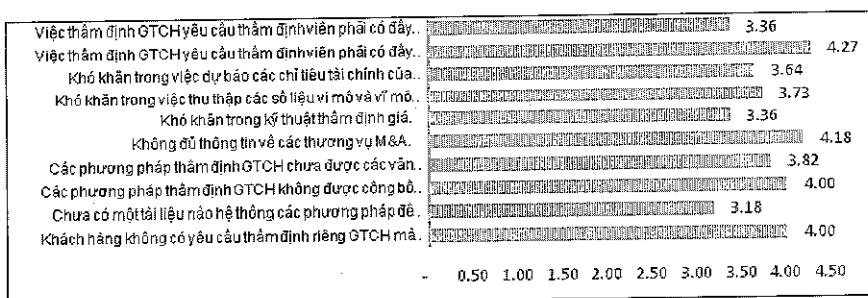


## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

trước và sau khi thực hiện M&A. Tại Việt Nam, kết quả khảo sát cho thấy phương pháp tài sản, phương pháp chi phí vốn và phương pháp thị trường là những phương pháp được sử dụng nhiều nhất (lần lượt 27,78%; 22,23%; 19,45%). Cuối cùng, hình 9 thể hiện các khó khăn mà thẩm định viên gặp phải khi thẩm định GTCH tại Việt Nam.



Hình 8: Các phương pháp TĐG doanh nghiệp.

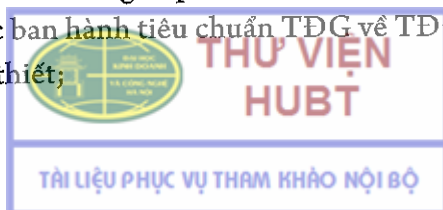


Hình 9: Các khó khăn khi thẩm định GTCH tại Việt Nam.

## Kết luận và Khuyến nghị

Để công tác thẩm định GTCH trong hoạt động M&A được nhìn nhận và sử dụng phổ biến ở Việt Nam, tác giả đưa ra một số đề xuất như sau:

Một là, công nhận về mặt pháp lý của các phương pháp TĐG doanh nghiệp. Có nhiều phương pháp để thẩm định GTCH, trong đó, phương pháp dựa vào chênh lệch giá trị công ty trước và sau khi thực hiện M&A thường được sử dụng. Tại Việt Nam hiện nay, các phương pháp TĐG doanh nghiệp tuy được đề cập trong Nghị định 59/2011/NĐ-CP và Thông tư 127/2014/TT-BTC nhưng chỉ nhằm phục vụ mục đích chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần. Vì vậy, việc ban hành tiêu chuẩn TĐG về TĐG doanh nghiệp tại Việt Nam là cần thiết;



Hai là, công nhận về mặt pháp lí của các phương pháp thẩm định GTCH. Tại Việt Nam, chưa có một tài liệu đầy đủ nào để cập đến các phương pháp thẩm định GTCH trong hoạt động M&A. Do đó, Bộ Tài chính cần ban hành phụ lục trong tiêu chuẩn TĐG doanh nghiệp (được đề xuất ở Kiến nghị 1) để hướng dẫn việc sử dụng phương pháp thẩm định GTCH trong hoạt động M&A;

Ba là, đưa các phương pháp thẩm định GTCH vào nội dung Bồi dưỡng kiến thức chuyên môn về TĐG theo tinh thần Thông tư 204/2014/TT-BTC. Theo đó, Trung tâm Dữ liệu quốc gia và Dịch vụ về giá trực thuộc Cục Quản lý giá (Bộ Tài chính) và Tổ chức nghề nghiệp về TĐG (Hội TĐG Việt Nam) có thể đưa các phương pháp thẩm định GTCH vào chương trình bồi dưỡng nhằm giúp việc vận dụng tại Việt Nam được khoa học và thuận lợi;

Bốn là, nâng cao trình độ chuyên môn của đội ngũ thẩm định viên. Khi tiến hành xác định GTCH, thẩm định viên thường xuyên phải tiếp cận với báo cáo tài chính, tiến hành phân tích các dữ liệu trên báo cáo này thành các thông tin hữu ích phục vụ công tác TĐG. Vì vậy, đội ngũ chuyên viên ngành TĐG cần phải thường xuyên trau dồi để có trình độ chuyên sâu về luật, kế toán, phân tích tài chính, kỹ năng dự báo, thao tác thành thạo các mô hình kinh tế lượng.



# CẤU TRÚC KIM TỰ THÁP: MỘT VẤN ĐỀ THÚ VỊ KHI THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Nguyễn Kim Đức<sup>1</sup> (2018)

*Ở nhiều quốc gia, việc áp dụng cấu trúc kim tự tháp từ lâu được xem là phần không thể thiếu trong cấu trúc sở hữu của các doanh nghiệp gia đình, và Việt Nam cũng không ngoại lệ; vì vậy, kết quả thẩm định giá có thể bị sai lệch nếu thẩm định viên thiếu sự quan tâm đến loại hình cấu trúc này.*

“Tính minh bạch” và “Thẩm định giá” là hai cụm từ được các diễn giả nhắc đến nhiều nhất trong hai kỳ diễn đàn M&A gần đây. Với thẩm định giá, các phương pháp trong ba cách tiếp cận đều yêu cầu một trong những bước đi đầu tiên là thẩm định viên phải xem xét các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp, như chính sách cổ tức, cấu trúc vốn, cách thức quản trị công ty, cấu trúc sở hữu và nhiều yếu tố khác. Tuy nhiên, các thẩm định viên thường chỉ tập trung vào kỹ thuật tính toán và yêu cầu này thường ít được quan tâm, thậm chí bị phớt lờ. Vậy, cấu trúc kim tự tháp là gì và tại sao việc xem xét cấu trúc này lại đóng một vai trò quan trọng?

## CẤU TRÚC KIM TỰ THÁP

Ở nhiều quốc gia, doanh nghiệp nói chung và ngân hàng nói riêng có thể được kiểm soát bởi các gia đình giàu có (Caprio et al., 2007). Tuy nhiên, dù được tổ chức như một công ty đại chúng nhưng các công ty này vẫn không được sở hữu rộng rãi; quan trọng hơn, các gia đình này luôn cố gắng để xây dựng một nhóm công ty thông qua chuỗi kiểm soát, cụ thể là

<sup>1</sup> Đại học Kinh tế TP.HCM.





cấu trúc kim tự tháp. Một cách đơn giản nhất, có thể hiểu, kim tự tháp là một chuỗi kiểm soát từ trên xuống bởi các công ty trung gian (La Porta et al., 1999), trong đó, chủ sở hữu cuối cùng được đặt ở đỉnh của kim tự tháp, trong khi các công ty trung gian được đặt ở phía dưới.

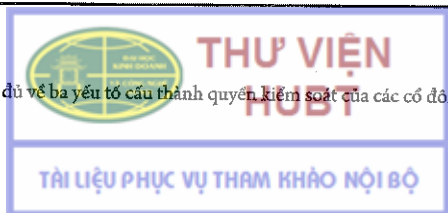
Như chúng ta đã biết, quyền sở hữu được thể hiện bởi quyền lợi ích trong khi quyền kiểm soát được biểu hiện một phần qua quyền biểu quyết<sup>1</sup>; và ở hầu hết các quốc gia, mối quan hệ giữa các quyền này đi theo nguyên tắc một cổ phiếu, một quyền biểu quyết (Bunkanwanicha & cộng sự, 2016; Trần Thị Hải Lý & Nguyễn Kim Đức, 2016, 2018). Tuy nhiên, khi tồn tại cấu trúc kim tự tháp, nguyên tắc này sẽ không còn được đảm bảo và có một sự tách biệt rõ ràng giữa quyền sở hữu và quyền biểu quyết ở các công ty được đặt ở tầng thấp hơn (Claessens & cộng sự, 2000); nói cách khác, cấu trúc này cho phép các chủ sở hữu sẽ có quyền biểu quyết cao hơn mặc dù họ đang sở hữu một tỷ lệ cổ phiếu ít hơn (Connelly & cộng sự, 2012) do sự khác biệt trong việc tính toán quyền lợi ích và quyền biểu quyết (Trần Thị Hải Lý & Nguyễn Kim Đức, 2016, 2018) (xem chi tiết Bảng 1). Vì vậy, một công ty sẽ được xem là tồn tại kim tự tháp khi có ít nhất một công ty đại chúng được đặt giữa công ty đang xét và chủ sở hữu cuối cùng trong chuỗi kiểm soát đó. Việc duy trì cấu trúc này thực sự phổ biến tại các quốc gia đang phát triển ở khu vực châu Á như Thái Lan, Indonesia, Hồng Kông, Philippines, Việt Nam, và nhiều quốc gia khác.

Table 1. OWNERSHIP RIGHTS, VOTING RIGHTS, AND CONTROL RIGHTS

	The ownership right of Firm X (%) in Firm Y and Firm Z	The voting right of Firm X Firm Y is the controlled firm by Firm X (x > 50%)	Firm Y is the non-controlled firm by Firm X (x < 50%)	The control right of firm X (%) in firm Y and firm Z
	(1)	(2a)	(2b)	(3)
Y	x% (direct)	x% (direct)	x% (direct)	X controls Y if x > 50% For (2b): X directly controls if z > 50% and ignore x and y.
Z	x% (direct) + (xy)% (indirect)	x% (direct) + y% (indirect)	x% (direct)	For (2a): X directly & indirectly controls Z if (x + y) > 50%. X does not control if x < 50% and z < 50% (even (x + y) > 50%).

Source: Nguyen Thi Duc (2014)  
 The content of this table based on our synthesis from IFRS 10 (2014), IAS 27 (2011) and IAS 28 (2014) (Wahono, Malaysia Investor, 2014), Vietnamese Accounting Standards (VAS), from IAS 11 of Vietnam Law Dec (2014, 2004) and Accounting of Vietnam IFRS and VAS Act Dec (2014).  
 Note: x = 20%, y = 20%, z = 20% with the same firm, in this study, we set up a control of 50%.

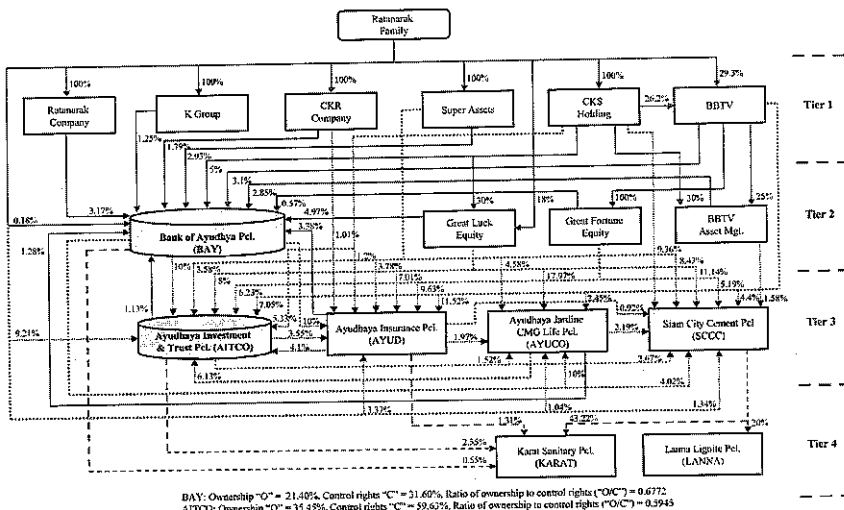
<sup>1</sup> Xem IFRS 10 để hiểu đầy đủ về ba yếu tố cấu thành quyền kiểm soát của các cổ đông.



## XÁC ĐỊNH CẤU TRÚC KIM TỰ THÁP TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ

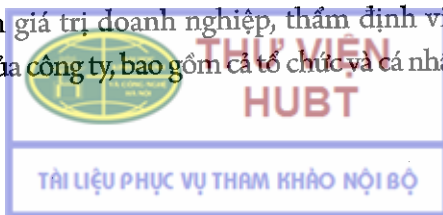
Trong hoạt động thẩm định giá, để kết luận liệu doanh nghiệp cần thẩm định giá có tồn tại cấu trúc kim tự tháp hay không, thẩm định viên phải ước tính tỷ số quyền sở hữu trên quyền biểu quyết (O/C). Với các công ty chỉ tồn tại các cổ đông trực tiếp (không tồn tại chuỗi kiểm soát hoặc không tồn tại cấu trúc kim tự tháp), quyền sở hữu (hay quyền lợi ích) sẽ chính xác bằng quyền kiểm soát (hay quyền biểu quyết); khi đó, tỷ số O/C sẽ bằng 1. Tỷ số này sẽ nhỏ hơn 1 khi công ty được tổ chức theo mô hình cấu trúc kim tự tháp.

Khi áp dụng vào thực tế, thẩm định viên cần vẽ sơ đồ cấu trúc sở hữu của công ty cần thẩm định giá để xác định “tầng” của công ty cần thẩm định giá trong nhóm công ty. Sau đó, áp dụng nội dung của Bảng 1 để xem xét liệu công ty cần thẩm định giá có tồn tại cấu trúc kim tự tháp hay không thông qua ước tính tỷ lệ phần trăm quyền biểu quyết, quyền lợi ích và tỷ lệ O/C. Một ví dụ về kết quả của quá trình này được trình bày trong Hình 1.



### TẠI SAO VIỆC XEM XÉT CẤU TRÚC KIM TỰ THÁP LẠI THỰC SỰ QUAN TRỌNG?

Khi ước tính giá trị doanh nghiệp, thẩm định viên có thể nhận biết được chủ sở hữu của công ty, bao gồm cả tổ chức và cá nhân, một cách dễ dàng;



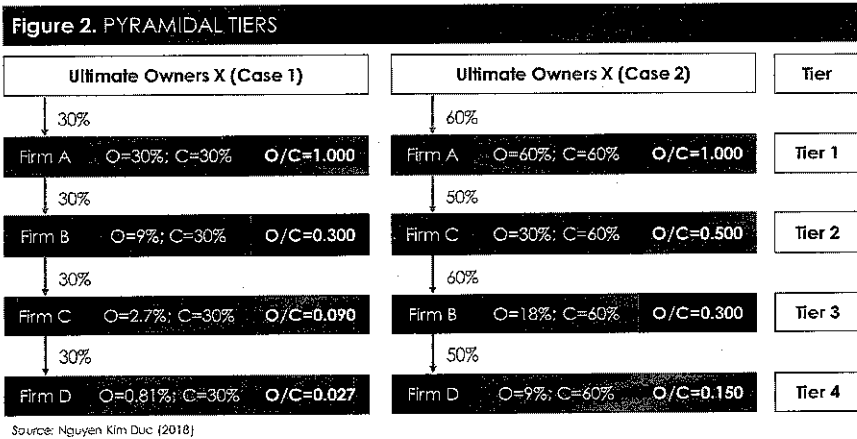
tuy nhiên, sẽ là khó khăn để xác định chủ sở hữu cuối cùng. Để giải quyết vấn đề này, xác định cấu trúc kim tự tháp sẽ là bước đầu tiên cần thực hiện. Cụ thể hơn, có hai lý do để giải thích tại sao việc xem xét cấu trúc kim tự tháp lại thực sự quan trọng khi thẩm định giá doanh nghiệp, bao gồm: (i) Ảnh hưởng của cấu trúc này đến việc tước đoạt lợi ích của các cổ đông không nắm quyền kiểm soát, hiệu quả hoạt động, và giá trị doanh nghiệp (Connelly & cộng sự, 2012; Trần Thị Hải Lý & Nguyễn Kim Đức, 2016, 2018); và (ii) Động lực để chủ sở hữu hình thành cấu trúc kim tự tháp trên thực tế (Morck & Nakamura, 2004; Bunkanwanicha & cộng sự, 2016).

Đầu tiên, chúng ta đều thừa nhận rằng việc duy trì cấu trúc kim tự tháp là một công cụ hữu hiệu để các sở hữu gia đình hoặc các nhà sáng lập có cơ hội sử dụng một quyền kiểm soát cao hơn để tước đoạt lợi ích của các cổ đông không nắm quyền kiểm soát (xem Demsetz & Lehn, 1985). Thực tế này đã thu hút sự quan tâm mạnh mẽ, từ cả giới học thuật đến những người làm thực tế, về cách thức quản trị công ty (corporate governance) để giải thích mối quan hệ giữa cấu trúc kim tự tháp với các yếu tố được đề cập trong lý do 1 (xem Bertrand & cộng sự, 2002; Lins, 2003; Lemmon & Lins, 2003; Azofra & Santamaría, 2011; Chen & cộng sự, 2014). Họ tin rằng, một cách thức quản trị công ty tốt sẽ góp phần làm tăng giá trị công ty cũng như hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, khi xem xét 216 công ty phi tài chính trên Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan (SET), Connelly & cộng sự (2012) tìm thấy rằng mặc dù cách thức quản trị tốt sẽ góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp nhưng điều này sẽ không còn đúng nếu công ty tồn tại cấu trúc kim tự tháp. Kết quả này một lần nữa được hỗ trợ bởi Trần Thị Hải Lý & Nguyễn Kim Đức (2016, 2018) khi hai tác giả này xem xét mẫu 103 công ty phi tài chính trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE).

Mặt khác, không nghi ngờ gì rằng, cấu trúc kim tự tháp đã cung cấp một lợi thế tài chính cho các cổ đông kiểm soát bởi việc tạo nên một thị trường vốn nội bộ và sử dụng lợi nhuận giữ lại trong kim tự tháp để tạo lập một doanh nghiệp hay dự án mới (Bunkanwanicha & cộng sự, 2016). Bên cạnh các lợi thế tài chính, chủ sở hữu cuối cùng cũng sử dụng cấu trúc này để đưa ra các quyết định phù hợp thông qua việc đặt các công ty ở các tầng khác nhau

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

trong chuỗi kiểm soát (xem Morck & Nakamura, 2004; Bunkanwanicha & cộng sự, 2016). Cụ thể hơn, trong một cấu trúc kim tự tháp, cùng một công ty nhưng nếu được đặt ở những tầng khác nhau thì chiến lược liên quan đến công ty đó cũng hoàn toàn khác nhau mặc dù có thể giống nhau về tỷ số O/C. Một ví dụ trong Hình 2 giải thích rõ hơn về ý tưởng này.



Chú thích: O = Quyền sở hữu (Quyền lợi ích); C = Quyền kiểm soát (Quyền biểu quyết); O/C = Tỷ số giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát

Hình 2 sẽ cung cấp một số ý tưởng thú vị cho các thẩm định viên. Đầu tiên, chúng ta giả định cổ đông kiểm soát X (chủ sở hữu cuối cùng) đang sở hữu một số các công ty, trong đó có công ty B. Tiếp theo, có hai tình huống được thiết lập và sự khác biệt trong hai tình huống này là vị trí của công ty B. Với tình huống 1, công ty B được đặt ở tầng 2 trong khi tầng 3 sẽ là tầng của công ty B trong tình huống 2. Và bây giờ, chúng ta sẽ giả định thẩm định viên sẽ phải ước tính giá trị công ty B trong hai tình huống trên. Kế thừa lý do thứ nhất ở trên, thẩm định viên sẽ tiến hành xác định liệu công ty B có tồn tại cấu trúc kim tự tháp hay không thông qua tỷ số O/C của chủ sở hữu cuối cùng.  $O/C < 1$  cho thấy công ty B có tồn tại cấu trúc kim tự tháp ở cả hai tình huống; tuy nhiên, điểm đáng chú ý là tỷ số O/C trong hai tình huống là như nhau. Vì không có sự khác biệt về các yếu tố khác có liên quan đến công ty B trong cả 2 trường hợp nên thẩm định viên sẽ cho rằng tác động của cấu trúc kim tự tháp lên giá trị công ty B cũng sẽ như nhau. Tuy nhiên, kết luận này chỉ cho thấy bề nổi của một tầng băng

chìm vì các thẩm định viên chưa chú ý đến tầng của công ty B trong hai trường hợp. Cụ thể hơn, trong trường hợp 1, công ty B được tọa lạc ở tầng cao hơn, hàm ý sự quan trọng của công ty B đối với cổ đông kiểm soát (X); trong khi đó, với trường hợp 2, công ty B được đặt ở tầng thấp hơn, cho thấy B không phải là công ty cốt lõi trong chuỗi. Với một thẩm định viên về giá chuyên nghiệp, điều này đóng một vai trò quan trọng vì việc đặt công ty B ở tầng nào sẽ quyết định khẩu vị rủi ro của chủ sở hữu đối với chính công ty đó. Rõ ràng rằng, công ty ở tầng thấp hơn sẽ có xu hướng chấp nhận các dự án rủi ro hơn so với các công ty tầng cao vì khi có rủi ro xảy ra, cổ đông kiểm soát chỉ mất quyền với một số ít công ty nằm ở tầng dưới. Điều này đồng nghĩa rằng rủi ro hệ thống của công ty B khi được đặt ở tầng thấp hơn sẽ cao hơn, dẫn đến tỷ suất sinh lợi kỳ vọng khi đầu tư vào công ty B cũng lớn hơn và kết quả là tỷ suất chiết khấu (hay chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu) cũng sẽ cao hơn. Kết quả cuối cùng là giá trị công ty B sẽ khác nhau trong hai trường hợp.

Ý tưởng này cũng có ý nghĩa quan trọng khi tiến hành thẩm định giá ngân hàng vì các ngân hàng ở các quốc gia đang phát triển, đặc biệt ở khu vực châu Á, thường được sở hữu bởi các gia đình và bản thân các ngân hàng này cũng là một thành viên của chuỗi kiểm soát. Tương tự như doanh nghiệp, cùng một ngân hàng, vị trí tầng khác nhau, chiến lược cho vay cũng sẽ khác nhau mặc dù tỷ số O/C ( $< 1$ ) là như nhau. Nói cách khác, các ngân hàng tầng thấp thường có xu hướng chấp nhận các khoản vay có rủi ro. Về cấu trúc kim tự tháp của các ngân hàng Việt Nam, các bạn cũng có thể thấy được điều này.

Thay cho lời kết, mặc dù kỹ thuật tính toán trong các mô hình định giá là quan trọng nhưng việc nhận diện các nhân tố tác động cũng như phân tích mức độ tác động là một bước đi quyết định, đặc biệt là trong bối cảnh thị trường tài chính phát triển như hiện nay.

# MUA LẠI CÔNG TY THÔNG QUA CHÀO THẦU CẠNH TRANH PHÂN TÍCH MỘT SỐ THƯƠNG VỤ ĐIỂN HÌNH

**Đặng Xuân Minh - Vũ Trung Kiên (2016)**

*Hai tác giả có những phân tích sơ bộ về những bài học kinh nghiệm qua hai thương vụ mua bán công ty thông qua hình thức chào thầu cạnh tranh tại Việt Nam: cuộc đua mua lại BigC Việt Nam và trường hợp bán đấu giá chọn nhà đầu tư chiến lược cho Vissan. Quan điểm của bài viết ủng hộ tổ chức đấu thầu công khai, minh bạch cho các trường hợp thoái vốn.*

## **Đấu thầu để mua lại công ty tại Việt Nam, nhìn từ một số thương vụ**

Trong nửa đầu năm 2016 tại Việt Nam đã xuất hiện hai thương vụ đáng chú ý và là điểm sáng của các hoạt động M&A tại Việt Nam. Hai thương vụ này có đặc điểm là người bán khác nhau: một công ty thuộc sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, một công ty thuộc sở hữu của nhà nước tiến hành cổ phần hóa. Hai thương vụ này đều thu hút một nhóm các nhà đầu tư tham gia và người chiến thắng để giành quyền mua được quyết định sau những vòng chào thầu cạnh tranh.

### **a. Cuộc đua mua lại BigC Việt Nam**

*Thông tin về bên bán và công ty mục tiêu*

- Casino là tập đoàn của Pháp, sở hữu chuỗi siêu thị BigC Việt Nam. Nhà bán lẻ Pháp đứng thứ 15 trên thế giới này đã đầu tư tại Việt Nam hơn 20 năm và đang giữ vị trí thống lĩnh tại thị trường Nam Mỹ (sở 1 tại Brazil và Colombia).

- Sau những lời đồn đoán về tình hình thua lỗ, đầu tư không khả quan của BigC Việt Nam, Casino đã công bố những con số đáng chú ý về Big C Việt Nam: Doanh thu thuần đã tăng từ 13.038 tỷ đồng trong năm 2013 lên 14.131 tỷ đồng trong năm 2015. BigC Việt Nam kỳ vọng, doanh thu sẽ tăng lên 24.157 tỷ đồng và 32.254 tỷ đồng trong năm 2018 và 2020 nhờ những yếu tố tăng trưởng nội tại và mở cửa hàng mới. Lý do là thị trường vẫn đang bị chi phối bởi mô hình chợ truyền thống khiến tiềm năng tăng trưởng từ việc mở mới các siêu thị theo mô hình hiện đại là rất lớn.

- Casino quyết định giảm bớt 4 tỉ USD nợ vay thông qua việc bán các tài sản, trong đó có BigC Thái Lan và BigC Việt Nam. Casino Group sẽ không quan tâm đến nguồn gốc của nhà đầu tư vì mục tiêu trong thương vụ là bán với giá cao nhất.

#### *Diễn biến*

- Trong đợt chào giá không ràng buộc (vòng 1), Casino đã nhận được 15 bản chào giá, trong đó có 3 bản chào giá đến từ các nhà đầu tư Việt Nam. Tập đoàn này đã quyết định lựa chọn 5 nhà đầu tư vào vòng 2, trong đó có 2 nhà đầu tư đến từ Việt Nam.

- Tiêu chí quan trọng nhất và duy nhất cho vòng chào đầu tiên là giá. Thương vụ TCC Group mua lại BigC Thái Lan với giá 3,5 tỉ USD (EV/EBITDA 17 lần), nên BigC Việt Nam được kỳ vọng sẽ có 1 khoản thặng dư do các nhà đầu tư sẵn sàng trả giá cao hơn vì có nhiều tiềm năng tăng trưởng hơn BigC Thái Lan.

- Với những yếu tố trên, Casino sẽ tạo ra một thương vụ công bằng cho tất cả các bên, không quan tâm đến nguồn gốc của các bên tham gia đấu giá. Bởi người chiến thắng trong cuộc đấu giá sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào những điều khoản mang tính thương mại. “Chúng tôi sẽ rất vui khi bán cho một đối tác Việt Nam nếu họ là người trả giá cao nhất”.

- Trong đợt chào giá vòng 1, các nhà đầu tư đã nhận ra tiềm năng tăng trưởng của BigC và chào mức giá rất cao (khoảng gần 1 tỉ USD). Có vấn đề Chủ tịch Tập đoàn Casino Jacques Fourvel khẳng định, BigC Việt Nam hoàn toàn có thể bán với giá gấp 1,7 lần doanh thu, thậm chí còn cao hơn.



## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

### *Kết quả:*

- Thông tin được công bố ngày 29/4/2016, hãng bán lẻ của Pháp Casino chính thức thông báo đã bán siêu thị BigC cho tập đoàn gia đình Thái Lan Central Group với giá 1,14 tỷ USD.

- Thương vụ M&A BigC Việt Nam được chốt. Thị trường M&A Việt Nam chưa từng chứng kiến một thương vụ giá trị và có nhiều bên tham gia cũng như thu hút sự quan tâm của thị trường phân phối, bán lẻ, chuyên gia và giới truyền thông như thế.

### ***Cạnh tranh để trở thành đối tác chiến lược của Vissan***

#### *Thông tin về công ty mục tiêu Vissan*

- Vissan là một doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất và chế biến thực phẩm, với bề dày thương hiệu hơn 45 năm. Hiện tại, công ty đang sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp, bao gồm: 130 ngàn điểm bán trên kênh truyền thống, hơn 1000 siêu thị, cửa hàng tiện lợi trên toàn quốc và hệ thống cửa hàng giới thiệu sản phẩm tại hơn 60 điểm.

- Theo kế hoạch cổ phần hóa, công ty khi chuyển sang mô hình cổ phần sẽ có vốn điều lệ là 809 tỷ đồng; tương đương 80.914.300 cổ phiếu. Trong đó nhà nước nắm cổ phần chi phối là 65%. Còn lại 14%; tương đương 11.328.020 cổ phiếu được chào bán ra công chúng và 14% nữa; tương đương 11.328.020 cổ phiếu được bán cho nhà đầu tư chiến lược.

#### *Diễn biến*

- Ngày 7/3 công ty đã đấu giá ra công chúng 14% – tổng cộng 11.328.002 cổ phiếu đã được bán ra cho 5 nhà đầu tư với giá trung bình 80.053 đồng/cổ phiếu. Như vậy giá đấu thành cao hơn 641% so với giá khởi điểm. Sau đợt đấu giá cổ phần lần đầu ra công chúng ngày 7/3/2016, Công ty Vissan sẽ tổ chức đợt đấu giá cạnh tranh bán tiếp 14% cổ phần để chọn đối tác chiến lược vào ngày 24/3/2016.

- Có 3 nhà đầu tư được lựa chọn tham gia đợt đấu giá là CTCP Việt - Pháp sản xuất thức ăn gia súc (Proconco), CTCP Dinh dưỡng nông nghiệp quốc tế (Anco) và Công ty CJ Cheiljedang (CJ) của Hàn Quốc - nhà đầu tư trúng giá cao nhất tại đợt IPO của Vissan vừa qua.



Danh nghĩa là có 3 NĐT chiến lược, nhưng thực tế thì đây là cuộc chiến giữa NĐT ngoại CJ và NĐT nội, Tập đoàn Masan. Bởi Masan thông qua công ty con Masan Nutri-Science đang sở hữu 70% cổ phần của Anco và 51% cổ phần của Proconco.

- Từ 5 năm trước, ngay khi TP. HCM có chủ trương cổ phần hoá Vissan, CJ đã từng tiếp xúc và đề nghị hợp tác kinh doanh với Vissan, nhưng khi đó không được chấp nhận, vì những điều kiện mà CJ đặt ra cho Vissan không phù hợp. Tuy nhiên, CJ không từ bỏ tham vọng theo đuổi Vissan.

- Một diễn biến đầy bất ngờ xảy ra trước cuộc đấu giá là Proconco vừa có văn bản gửi UBND TP. HCM và Ban chỉ đạo cổ phần hóa Công ty Vissan cho rằng CJ không đủ điều kiện tham gia. Tuy nhiên, trong danh sách 3 nhà đầu tư chiến lược được lựa chọn tham gia đợt đấu giá vẫn có tên Công ty CJ CheilJedang.

#### *Kết quả*

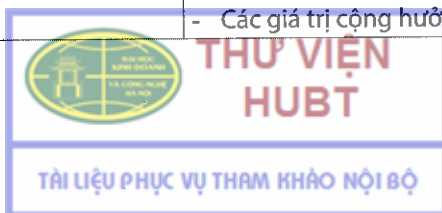
- Công ty con của Masan là Anco đã mua thành công 14% cổ phần Vissan với giá 126.000đ/cp – trong buổi đấu giá chọn đối tác chiến lược của Vissan, Anco đã đấu giá thành công với giá 126.000đ/cp. Tổng số lượng cổ phần đấu giá là 11.328.002 đơn vị; tương đương 14% số lượng cổ phần lưu hành.

*Bảng 1: Các giai đoạn trong quy trình thầu tóm hay sáp nhập (theo ABB)*

<b>Giai đoạn</b>	<b>Nhiệm vụ chính</b>	<b>Các hoạt động</b>
<i>Giai đoạn 0</i>	Thanh tra; Đấu thầu chính thức và Phê duyệt về quy định	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đánh giá lý do chiến lược thầu tóm</li> <li>- Đánh giá cộng hưởng, tài liệu minh chứng hóa</li> <li>- Thanh tra mở rộng</li> <li>- Phân tích rủi ro</li> <li>- Chính thức nộp đơn đấu thầu</li> <li>- Phê duyệt của Ủy ban chống độc quyền</li> </ul>

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

<p><i>Giai đoạn 1</i></p>	<p>Kết thúc thương vụ; Ủy ban chỉ đạo và Giám đốc dự án; Các kế hoạch dự kiến</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đóng thương vụ</li> <li>- Thành lập Ban chỉ đạo</li> <li>- Chỉ định giám đốc hợp nhất dự án</li> <li>- Thông cáo báo chí dự thảo</li> <li>- Kế hoạch 100 ngày dự thảo</li> <li>- Kế hoạch truyền thông dự thảo</li> <li>- Đánh giá sự phức tạp của hợp nhất</li> <li>- Đánh giá các rào cản văn hóa</li> <li>- Đánh giá kinh doanh &amp; bộ phận chức năng</li> </ul>
<p><i>Giai đoạn 2</i></p>	<p>Hợp nhất và các sự kiện giai đoạn sau kết thúc thương vụ</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thâu tóm chính</li> <li>- Các nhóm chức năng</li> <li>- Nguồn nhân lực ban đầu</li> <li>- Các nhóm vận hành</li> <li>- Định nghĩa triết lý hợp nhất</li> <li>- Buổi họp ban đầu về kế hoạch</li> </ul>
<p><i>Giai đoạn 3</i></p>	<p>Ngày 1: Buổi họp ban đầu; Tập trung ngoại vi; Truyền thông; Thành lập nhóm</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thâu tóm chính</li> <li>- Các nhóm chức năng</li> <li>- Nguồn nhân lực ban đầu</li> <li>- Các nhóm vận hành</li> <li>- Định nghĩa triết lý hợp nhất</li> <li>- Buổi họp ban đầu về kế hoạch</li> </ul>
<p><i>Giai đoạn 4</i></p>	<p>Quản lý chuỗi cung ứng, bất động sản, nhân sự, thuế, pháp lý và tài chính</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Các vấn đề về pháp lý, thuế và tài chính</li> <li>- Nguồn nhân lực</li> <li>- Bất động sản</li> <li>- Công nghệ thông tin</li> <li>- Quản trị chuỗi cung ứng</li> </ul>
<p><i>Giai đoạn 5</i></p>	<p>Theo dõi kiểm soát kinh doanh; Theo dõi cộng hưởng; Tái cấu trúc</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị sáp nhập</li> <li>- Kiểm soát kinh doanh</li> <li>- Vận hành kinh doanh</li> <li>- Duy trì khách hàng</li> <li>- Các giá trị cộng hưởng</li> </ul>



<i>Giai đoạn 6</i>	Các nhiệm vụ chức năng	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tài chính</li> <li>- Bất động sản</li> <li>- Nhân lực</li> <li>- Các quyết định về IT</li> </ul>
<i>Giai đoạn 7</i>	Các nhiệm vụ kinh doanh	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị hợp nhất</li> <li>- Truyền thông</li> <li>- Vận hành kinh doanh</li> <li>- Hợp nhất cấu trúc</li> <li>- Các đối tác về kênh</li> </ul>
<i>Giai đoạn 8</i>	Quản trị dự án hợp nhất	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị hợp nhất</li> <li>- Vận hành kinh doanh</li> </ul>
<i>Giai đoạn 9</i>	Tài liệu hóa hậu thu tóm	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quản trị hợp nhất</li> <li>- Đóng/kết thúc dự án</li> </ul>
<i>Giai đoạn 0, 1, 2: Pha trước thu tóm</i>		<i>Giai đoạn 6, 7: Pha hợp nhất</i>
<i>Giai đoạn 3, 4, 5: Pha chuyển tiếp</i>		<i>Giai đoạn 8, 9: Pha thống nhất</i>

*Nguồn: Vũ anh Dũng - Để thành công phải bắt đầu từ quy trình*

## 2. **Đấu thầu chọn người mua trong quy trình M&A**

- Quy trình M&A cơ bản gồm 4 bước chính: phân loại và lựa chọn đối tác, trước khi hoàn thành thương vụ M&A, đàm phán, và sau khi hoàn thành thương vụ M&A.

- Quy trình M&A được đưa ra bởi hãng tư vấn Arthur Young gồm 8 bước. Trong quy trình này, giai đoạn đầu tiên có một hoạt động quan trọng, đó là đấu thầu chính thức (formal bid). Hình thức này chưa phải là phổ biến tại thị trường Việt Nam, tuy nhiên là phổ biến tại thị trường các nước phát triển.

### ***Vai trò của đấu thầu chọn người mua công ty***

Thực tiễn quốc tế thường lựa chọn đấu thầu chọn mua công ty vì những lợi thế của hình thức này, cụ thể như sau:

- Lợi thế lớn nhất là có thể khảo sát toàn diện thị trường để phát hiện ra những người mua tiềm năng. Mặc dù danh sách các khách hàng

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

tiềm năng thường có vẻ hiển nhiên, đôi khi các ứng viên tiềm năng thích nổi lên từ một quá trình đấu giá mà trước đây không được chú ý hoặc nếu không sẽ không được xem xét.

- Một số lượng lớn người mua sẽ giúp cho cuộc đấu giá năng động hơn và giúp cho bên bán đạt được mục tiêu tốt nhất. Một yếu tố thêm nữa là cuộc đấu giá giúp cho bên bán có thể mở rộng mạng lưới của các mối quan hệ. Vì thông thường, các công ty hoặc nhà đầu tư không chỉ bán một lần trong suốt nghiệp kinh doanh của mình.

- Sự cạnh tranh trong đấu giá sẽ giúp người mua đặt giá thầu tốt nhất đối với người bán. Một lợi thế tiềm năng là giá có thể được đẩy cao nhờ một số nhà thầu tiềm năng. Ngoài ra, người bán có thể sử dụng quy trình đấu giá để đảm bảo các điều khoản thỏa thuận tốt hơn.

Tuy nhiên, đấu thầu chọn bên mua cũng có những nhược điểm. Cụ thể:

- Đấu giá công khai có nghĩa là phổ biến rộng rãi thông tin bí mật tới thị trường hoặc đối thủ cạnh tranh. Điều này sẽ gây ra những rủi ro tiềm ẩn và có thể gây hại cho công ty. Khi công bố đấu giá, các thông tin như bản cáo bạch, báo cáo tài chính sẽ phải được công bố minh bạch, và đây cũng là cơ hội để các đối thủ có nhiều thông tin hơn về công ty.

- Đấu giá là một quá trình mà nhà quản lý phải dành một lượng đáng kể thời gian và nỗ lực, khiến cho nguồn lực quản lý và hoạt động doanh nghiệp bị phân tán.

- Nếu cuộc đấu giá không thành công sẽ dẫn tới dư luận tiêu cực và làm giảm cơ hội có được một mức giá tốt cho doanh nghiệp trong một tương lai gần.

### **Bài học nào cho Việt Nam**

- Trong điều kiện Việt Nam, chúng tôi tin rằng, nhà nước nên khai thác tối đa việc đấu giá khi thoái vốn hoặc cổ phần hóa doanh nghiệp. Nhiều trường hợp hiện nay, các trường hợp chọn nhà đầu tư chiến lược thường dựa vào đàm phán thỏa thuận với 1-2 bên, trong khi nhiều nhà đầu tư tiềm năng khác không có cơ hội tiếp cận. Nếu điều này thay đổi, lợi

ích của nhà nước sẽ tốt hơn và thu hút nhiều nhà đầu tư tốt hơn cho công ty được cổ phần hóa.

- Nên tách đấu giá cho công chúng với đấu giá chọn nhà đầu tư chiến lược. Bởi lẽ, chọn nhà đầu tư chiến lược có nhiều điểm đặc thù. Bán đấu giá cho nhà đầu tư chiến lược sẽ khác so với đấu giá ra công chúng.

- Nhà nước nên quy định việc công bố thông tin tốt hơn cho doanh nghiệp nhà nước, tập đoàn, tổng công ty. Đặc biệt, nên công bố rõ ràng các thông tin tìm kiếm và lựa chọn đối tác chiến lược của các công ty chuẩn bị cổ phần hóa. Thực tiễn ở Việt Nam, danh sách công ty nhà nước cổ phần hóa hoặc danh mục thoái vốn của các Tập đoàn, Tổng công ty có, nhưng tiếp cận để xin thông tin không hề dễ dàng.

- Các cán bộ phụ trách đầu tư của mỗi doanh nghiệp cần mở rộng mối quan hệ với các nhà đầu tư hoặc người mua tiềm năng để có thể có được danh sách ngắn khi cần bán một phần công ty hoặc mảng kinh doanh.

- Nhà nước hoặc các doanh nghiệp nên tăng cường các cuộc roadshow, không chỉ là cho công chúng mà cho các nhà đầu tư lớn, nhà đầu tư chiến lược.

# BẢO VỆ VÀ ĐỊNH GIÁ THƯƠNG HIỆU DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC KHI CỔ PHẦN HÓA, TỪ LÝ THUYẾT ĐẾN THỰC TIỄN

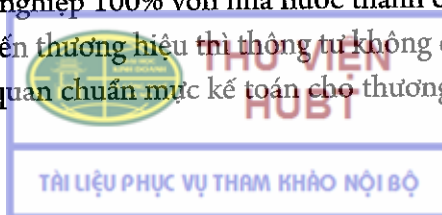
Nguyễn Quốc Việt (2017)

*Ông Nguyễn Quốc Việt hiện là giảng viên Khoa Ngân hàng – Tài chính, Trường Đại học Kinh tế - ĐHQG Hà Nội. Tốt nghiệp thạc sỹ về toán tài chính tại Ohio (Hoa Kỳ), ông về Việt Nam tham gia tư vấn và nghiên cứu chuyên sâu về định giá thương hiệu, định giá doanh nghiệp, đấu thầu. Ông cũng là một thẩm định viên về giá và là một partner của BTCVALUE.*

## Đặt vấn đề

Với mục tiêu dài hạn trở thành nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, Nhà nước đang dần rút khỏi sự hiện diện của mình tại các doanh nghiệp do Nhà nước chi phối. Tuy nhiên, việc thực hiện quá trình cổ phần hóa gặp khó khăn trong việc định giá giá trị doanh nghiệp, và đặc biệt trong các vấn đề liên quan đến định giá tài sản vô hình nói chung và định giá thương hiệu nói riêng.

Từ thực tiễn cho thấy, các nghiên cứu trên thế giới và các tổ chức định giá nổi tiếng như Interbrand, Brand Finance, ... đã đưa ra các phương pháp, mô hình định giá thương hiệu; cùng với đó, Thông tư số 06/2014/TT-BTC ban hành tiêu chuẩn thẩm định giá số 13 đã khắc phục một số nhược điểm của các thông tư trước đó về hướng dẫn thực hiện thẩm định giá tài sản vô hình nói chung, cũng như Nghị định số 59/2011/NĐ-CP về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần, tuy nhiên liên quan đến thương hiệu thì thông tư không đề cập cụ thể và các vấn đề khác liên quan chuẩn mực kế toán cho thương hiệu cũng chưa có



Ngày 3/7/2017, Forbes Việt Nam công bố danh sách top 40 thương hiệu doanh nghiệp giá trị lớn nhất tại Việt Nam năm 2017. Đánh giá tổng quan, top 40 thương hiệu năm nay tăng 20% về giá trị so với danh sách công bố năm 2016.

*Bảng 2: 10 thương hiệu Việt Nam có giá trị cao nhất 2017 - Forbes*

STT	Tên thương hiệu	Giá trị
1	Vinamilk	1.715 tỷ
2	Viettel	849.6 triệu
3	Vingroup	299.3 triệu
4	Bia Sài Gòn (Sabeco)	254.5 triệu
5	Masan Consumer	217.9 triệu
6	FPT	176.2 triệu
7	Vietcombank	137 triệu
8	Vietinbank	134.2 triệu
9	Oto Trường Hải	130 triệu
10	BIDV	124.2 triệu

Hiện nay, việc xác định được giá trị thương hiệu nói riêng và tài sản vô hình nói chung ở Việt Nam còn rất nhiều hạn chế, bản thân các doanh nghiệp cũng như các công ty thẩm định giá tại Việt Nam vẫn còn gặp trở ngại để có thể làm được điều này. Hầu hết các nghiên cứu về định giá thương hiệu tại Việt Nam đều sử dụng các phương pháp của các tổ chức định giá thương hiệu lớn trên thế giới như Interbrand hay Brand Finance, ... nhưng để chính xác giá trị và điều chỉnh phương pháp để phù hợp với thị trường và luật pháp Việt Nam là điều rất khó khăn định. Quy định pháp luật tại Việt Nam về vấn đề này vẫn chưa đầy đủ theo thông lệ quốc tế dù tài sản vô hình đã được ghi nhận trên báo cáo tài chính, doanh nghiệp không được tự ghi nhận giá trị thương hiệu trên báo cáo tài chính hay sử dụng thương hiệu để góp vốn, từ đó dẫn đến những trở ngại không đáng có. Do vậy, Nhà nước có thể bị thất thoát lớn trong quá trình cổ phần hóa, nhất là giai đoạn tới sẽ cổ phần hóa nhiều tập đoàn, tổng công ty quy mô lớn. Doanh nghiệp thiệt thòi trong quá trình cạnh tranh, nhượng quyền thương mại, mua bán sáp nhập... Thậm chí, các đơn vị tư vấn xác định giá trị doanh

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

nghiệp cổ phần hóa, thẩm định giá vẫn còn lúng túng trong việc xác định giá trị thương hiệu.

Từ Nghị định 109/2008/NĐ-CP ngày 10/10/2008 về việc bán và giao doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước cho đến Nghị định 59/2011/NĐ-CP về cổ phần hóa DNNN đều đã xác định giá trị thương hiệu là một trong những lợi thế kinh doanh. Tuy nhiên theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 04 thì nhãn hiệu hàng hóa lại được coi là tài sản cố định vô hình. Chính vì vậy mà đến nay, các doanh nghiệp và nhất là doanh nghiệp tư nhân ở nước ta vẫn không chú trọng vào xác định giá trị thương hiệu. Để giải quyết vấn đề cơ bản này, gần đây các cơ quan chức năng đã có một số định hướng, bổ sung các quy định pháp lý, đặc biệt là tiến hành sửa đổi Nghị định 59/2011/NĐ-CP, trong đó chú trọng hơn vào việc xác định giá trị thương hiệu. Cục Tài chính doanh nghiệp đã đề xuất Ủy ban Chứng khoán nhà nước phối hợp với Bộ Kế hoạch & Đầu tư để hướng dẫn cho doanh nghiệp thoái vốn đã góp bằng thương hiệu.

Liên quan đến giá trị thương hiệu, điều quan trọng phải hiểu thương hiệu là tài sản vô hình mạnh mẽ nhất để tạo ra giá trị cho cổ đông và doanh nghiệp. Thương hiệu và các quyết định liên quan đến thương hiệu có thể được quản trị bằng việc sử dụng cách tiếp cận kinh tế hoặc định tính. Tiếp cận định tính chủ yếu tập trung vào vẻ ngoài và cảm nhận, truyền thông, nhận biết thương hiệu, nhận diện thương hiệu, độ yêu thích, độ phù hợp với doanh nghiệp. Trong khi tiếp cận kinh tế chủ yếu tập trung vào khả năng của thương hiệu trong việc thúc đẩy và đóng góp vào thành công chung của doanh nghiệp, cũng như tính cạnh tranh của doanh nghiệp. Cách tiếp cận này cho phép các nhà quản lý đưa ra các quyết định sáng suốt và giảm thiểu tính chủ quan thông qua việc đánh giá các đóng góp của thương hiệu về mặt kinh tế. Việc phối hợp 2 cách tiếp cận này sẽ giúp chúng ta đánh giá tốt hơn về đóng góp của thương hiệu.

Kinh tế Việt Nam đang ngày càng hội nhập sâu vào nền kinh tế thế giới, các doanh nghiệp nước ngoài khi gia nhập vào thị trường nội địa để chiếm lĩnh thị trường, ngoài việc xây dựng mới doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam, thì các công ty xuyên quốc gia (TNC) và công ty đa quốc gia (MNC) đang ảnh hưởng trực tiếp đến các doanh nghiệp trong nước bằng



các cuộc mua bán - sáp nhập. Do đó, nếu như các doanh nghiệp không quản lý hay định giá tốt giá trị thương hiệu thì có thể bị dính vào các thương vụ bị thiệt thòi, bán dưới giá trị.

### **Các phương pháp và mô hình định giá phổ biến trên thế giới**

Về các phương pháp định giá thương hiệu, theo tiêu chuẩn BSI: ISO 10688 cho người thẩm định hay ban giám đốc có cơ hội tiếp cận nhiều phương pháp định giá. Có 3 cách tiếp cận tài chính chủ yếu trên thế giới: “Phương pháp chi phí”, “phương pháp thị trường” và “phương pháp thu nhập”. Mỗi phương pháp đều có ưu nhược điểm riêng nên đòi hỏi người định giá phải lựa chọn phương pháp phù hợp với mục đích định giá, đặc điểm của thương hiệu và thị trường và tính sẵn có của dữ liệu.

“Cách tiếp cận chi phí” nói chung không phải là phương pháp điển hình trong xác định giá trị thương hiệu mà nó thường được sử dụng để làm cơ sở tham khảo hay kiểm tra lại các phương pháp định giá khác, chẳng hạn phương pháp thu nhập. Do đặc thù về tính duy nhất của thương hiệu nên phương pháp chi phí không phản ánh hết giá trị thương hiệu bởi vì cùng với chi phí đó khó có thể tạo ra được một thương hiệu có giá trị tương đương. “Cách tiếp cận thị trường” được định nghĩa theo tiêu chuẩn BSI: ISO 10668 như sau: Phương pháp thị trường đo lường giá trị dựa trên mức giá của các hàng hóa có tính chất tương tự được giao dịch trên thị trường. Việc áp dụng phương pháp thị trường dẫn đến việc ước tính giá trị của thương hiệu cần định giá. Dữ liệu về giá thị trường được thu thập và điều chỉnh để bù đắp cho sự khác biệt giữa các thương hiệu được so sánh và thương hiệu cần định giá. Bội số lợi nhuận bình quân của các thương hiệu được lựa chọn sẽ được tính toán để làm cơ sở cho xác định giá trị của thương hiệu cần định giá. Do thực tế là giá trị giao dịch của các thương hiệu thường ít được công bố, do vậy việc tìm dữ liệu thị trường để so sánh gặp khá nhiều khó khăn. Phương pháp này do vậy không được xem là phương pháp chính trong định giá thương hiệu mà thường dùng để hỗ trợ hoặc kiểm tra chéo kết quả thu được từ phương pháp thu nhập. “Cách tiếp cận theo thu nhập” là phương pháp được sử dụng nhiều nhất do tính đơn giản, dễ sử dụng, dựa trên những cơ sở tài chính để tính toán nên rất

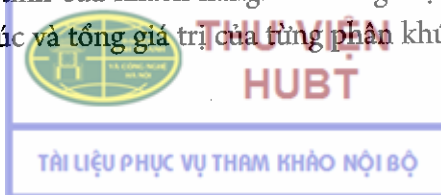
khoa học. Tuy nhiên, nhược điểm của phương pháp này là: *việc xác định tỷ suất vốn hoá chính xác là phức tạp do việc đầu tư tài sản là phụ thuộc vào ý muốn chủ quan của từng cá nhân.*

Các mô hình nghiên cứu trên thế giới khá là đa dạng từ định tính cho đến định lượng, nhưng trong bài nghiên cứu này sẽ nêu 2 phương pháp chính xuất phát từ hai tổ chức định giá thương hiệu lớn và uy tín: đó là InterBrand và Brand Finance.

**Mô hình thứ nhất là InterBrand:** InterBrand là một công ty tư vấn thương hiệu nổi tiếng của Mỹ, đã xây dựng và phát triển mô hình định giá thương hiệu của riêng mình từ năm 1998. Từ đó, hàng năm họ thực hiện việc đánh giá trên khoảng 3.500 thương hiệu dựa trên các nguyên lý cơ bản về Marketing và tài chính doanh nghiệp. Phương pháp định giá thương hiệu của InterBrand mang tính hiện đại và được đánh giá khá cao trong giới chuyên môn... "Giá trị thương hiệu là tổng hiện giá ròng (NPV) của các dòng tiền dự báo kiếm được trong tương lai nhờ thương hiệu và được chiết khấu bởi tỉ lệ "lãi suất chiết khấu" của thương hiệu. Tính NPV bao gồm khoảng thời gian dự báo và khoảng thời gian ngoài dự báo. Qua đó, sẽ phản ánh khả năng tạo ra những lợi nhuận trong tương lai của thương hiệu..." Tuy nhiên, phương pháp này đòi hỏi chi phí nghiên cứu khá lớn, cùng với việc phỏng vấn các chuyên gia để xây dựng và tính toán các chỉ số như chỉ số vai trò thương hiệu (RBI - thương hiệu đóng góp bao nhiêu phần trăm trong tổng thu nhập từ tài sản vô hình) và điểm sức mạnh thương hiệu. Mô hình InterBrand gồm 5 bước chính:

### 1. Phân khúc thị trường

Thương hiệu ảnh hưởng đến sự lựa chọn của khách hàng, nhưng mức độ ảnh hưởng khác biệt tùy thuộc vào thị trường mà thương hiệu hoạt động. Hãy chia nhỏ thị trường thành nhiều nhóm không trùng lặp và đồng nhất, căn cứ vào các tiêu chuẩn khả dụng như sản phẩm hoặc dịch vụ, kênh phân phối, xu hướng tiêu dùng, địa lý, khách hàng hiện tại, khách hàng mới, mức độ khó tính của khách hàng... Thương hiệu sẽ được đánh giá trên từng phân khúc và tổng giá trị của từng phân khúc sẽ tạo nên giá trị của thương hiệu.



## 2. Phân tích tài chính

Nhận diện và dự đoán doanh thu, lợi nhuận có được nhờ tài sản vô hình cho từng phân khúc đã xác định trong bước 1. Lợi nhuận có được nhờ tài sản vô hình được tính bằng cách lấy doanh thu từ tài sản vô hình trừ đi chi phí hoạt động, thuế, chi phí sử dụng vốn. Cách tính này là tương tự như cách tính lợi nhuận trong kinh tế học.

## 3. Phân tích nhu cầu

Đánh giá vai trò của thương hiệu trong việc tạo nên sức cầu hàng hóa và dịch vụ trong thị trường mà thương hiệu hoạt động sau đó xác định tỷ lệ phần trăm khoản thu nhập từ thương hiệu tính trên tổng thu nhập từ tài sản vô hình được thể hiện bằng Chỉ số vai trò thương hiệu (RBI). Muốn thực hiện được điều này trước tiên phải nhận diện được các nhân tố ảnh hưởng đến tổng cầu, sau đó xác định mỗi nhân tố sẽ chịu tác động như thế nào bởi thương hiệu. Thu nhập từ thương hiệu được tính toán bằng cách nhân Chỉ số vai trò thương hiệu với Tổng thu nhập từ tài sản vô hình.

## 4. Đo lường sức mạnh cạnh tranh

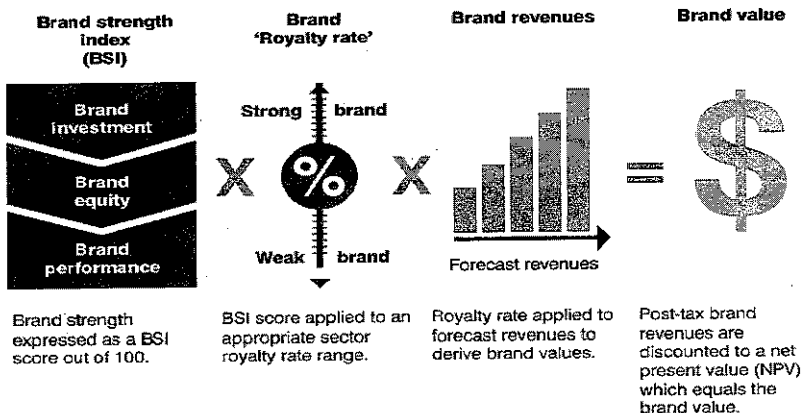
Tìm hiểu điểm mạnh và điểm yếu của thương hiệu từ đó rút ra Chỉ số chiết khấu thương hiệu phản ánh rủi ro của khoản thu nhập mong đợi trong tương lai (chỉ số chiết khấu thương hiệu được đo lường thông qua Chỉ số sức mạnh thương hiệu).

## 5. Xác định giá trị của thương hiệu

Giá trị của thương hiệu là hiện giá (NPV) của tất cả các khoản thu nhập kỳ vọng của thương hiệu trong tương lai, chiết khấu tại mức tỷ suất chiết khấu thương hiệu. Quá trình tính toán NPV bao gồm cả giai đoạn dự báo và giai đoạn sau đó, phản ánh khả năng của thương hiệu trong việc liên tục tạo ra thu nhập trong tương lai.

**Mô hình thứ hai là Brand Finance:** Brand Finance - Công ty hàng đầu thế giới về cố vấn và định giá thương hiệu, được thành lập bởi David Haigh vào năm 1996, có trụ sở chính tại London. Các bảng xếp

hạng gần mức Brand Finance luôn được giới chuyên môn đánh giá cao và giành được sự quan tâm lớn của dư luận. Tháng 2/2017, công ty đã công bố danh sách 500 thương hiệu hàng đầu thế giới năm 2017, và đã nhận được rất nhiều phản hồi tích cực từ các doanh nghiệp. Brand Finance định nghĩa thương hiệu là “Nhân hiệu đã được đăng ký” và các tài sản trí tuệ liên quan, bao gồm dấu hiệu dạng chữ viết và biểu tượng dạng hình. Brand Finance xác định giá trị các thương hiệu bằng phương pháp miễn trừ phí bản quyền (Royalty Relief). Theo phương pháp này, Brand Finance tính toán giá trị mà một công ty sẵn sàng chi trả để được quyền sử dụng thương hiệu của chính mình giả sử họ không sở hữu thương hiệu đó.



Cách tiếp cận này bao gồm việc xác định lợi nhuận trong tương lai do thương hiệu đem lại và tính toán mức phí bản quyền mà một đơn vị muốn sử dụng thương hiệu phải chi trả. Các bước cụ thể như sau:

1. Tính toán sức mạnh thương hiệu theo thang điểm 0 - 100 dựa trên các yếu tố liên quan như cảm tình thương hiệu, tình hình tài chính, khả năng đầu tư thương hiệu, tính công bằng của thương hiệu và mức độ bền vững. Chỉ số này được gọi là chỉ số sức mạnh thương hiệu (Brand Strength Index - BSI).

2. Xác định biên độ mức phí bản quyền theo từng lĩnh vực. Việc này được thực hiện bằng cách xem xét các điều khoản bản quyền từ những thương vụ tương tự, lấy nguồn từ kho dữ liệu rộng lớn của Brand Finance về những thương vụ này và các dữ liệu trực tuyến khác.

3. Tính toán mức phí bản quyền. Điểm sức khoẻ thương hiệu được áp dụng trong bước này. Ví dụ, nếu biên độ mức phí bản quyền trong một lĩnh vực là từ 0 - 5% và một thương hiệu có điểm sức khoẻ 80/100 thì mức phí bản quyền tương ứng để được sử dụng thương hiệu đó là 4%.

4. Xác định lợi nhuận của từng thương hiệu bằng cách dự đoán tỉ lệ phần trăm lợi nhuận công ty mẹ do từng thương hiệu đem lại.

5. Dự báo lợi nhuận do thương hiệu đem lại dựa trên một công thức kết hợp dữ liệu lợi nhuận trong lịch sử, dự báo của các nhà phân tích tài chính và tỉ lệ tăng trưởng nền kinh tế.

6. Nhân mức phí bản quyền với lợi nhuận dự báo để xác định mức phí bản quyền tương ứng (hay chính là lợi nhuận sau thuế mà thương hiệu mang lại trong tương lai).

7. Mức phí bản quyền dự phóng này được chiết khấu về để xác định giá trị hiện tại thuần. Giá trị hiện tại thuần này chính là giá trị hiện tại của phần thu nhập do thương hiệu sẽ mang lại trong tương lai.

Phương pháp miễn trừ phí bản quyền được sử dụng vì 3 lý do chính: Phương pháp này được ưa dùng bởi các cơ quan thuế và toà án vì theo đó, giá trị thương hiệu được xác định dựa trên các giao dịch với bên thứ ba được ghi nhận lại. Phương pháp này có thể được tính dựa trên các thông tin tài chính được công bố với công chúng. Phương pháp này tuân thủ yêu cầu của Cơ quan tiêu chuẩn định giá quốc tế và ISO 10688 để xác định giá trị thị trường hợp lý của thương hiệu.

Trong hội thảo “Xây dựng, phát triển và định giá thương hiệu doanh nghiệp” vừa qua, ông Samir Dixit đã nhấn mạnh đến hai chỉ số hết sức quan trọng, đó là chỉ số sức mạnh thương hiệu BSI và chỉ số sức mạnh quản trị GSI. Chỉ số GSI đo lường sức mạnh của nền tảng quản trị bên trong nội bộ tổ chức. Nó đánh giá kiến thức căn bản và mức độ tuân thủ của người sử dụng thương hiệu. Tổ chức có kiểm soát tốt hơn về mặt nhất quán của ứng dụng thương hiệu và truyền thông sẽ có giá trị thương hiệu cao hơn. Chỉ số GSI đóng góp 10% vào BSI và lên tới 15% vào giá trị của thương hiệu. Chỉ số sức mạnh thương hiệu BSI là một chỉ số mà tổng hợp

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

của tất cả các yếu tố, cho phép các thương hiệu được so sánh mức độ cạnh tranh lẫn nhau và không chỉ những đối thủ cạnh tranh trực tiếp mà còn có thể so sánh cả các đối thủ khác ngành nghề.

Có thể thấy, việc xác định giá trị thương hiệu còn gặp rất nhiều khó khăn trong thời gian qua. Những bất cập trong việc quy định các phương pháp định giá tài sản, cũng như những khó khăn khi áp dụng các thông tư, nghị định đều đã được đem ra trao đổi tại các cuộc hội thảo, các bài báo, các bài nghiên cứu và thông qua sự trao đổi trực tiếp giữa các cơ quan nhà nước và các doanh nghiệp sẽ là tiền đề quan trọng trong việc sửa đổi, bổ sung và sớm hoàn thiện hệ thống pháp luật trong vấn đề định giá thương hiệu tại thị trường Việt Nam. Tầm quan trọng trong việc định giá thương hiệu nói riêng đối với các doanh nghiệp tư nhân nói riêng và các doanh nghiệp nhà nước đang trong giai đoạn cổ phần hóa, cùng với việc bảo vệ thương hiệu Việt trên thị trường quốc tế cũng như tránh những thất thoát, tổn thất về kinh tế trong các thương vụ mua bán – sáp nhập doanh nghiệp.

# ÁP DỤNG CÔNG CỤ DỰNG SỐ (BOOK BUILDING) TRONG ĐỊNH GIÁ THOẠI VỐN DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

Nguyễn Văn Thăng<sup>1</sup> - Nguyễn Quốc Việt<sup>2</sup>

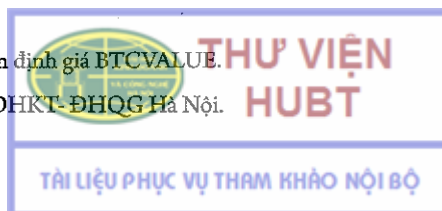
*Tiếp tục đề tài tìm kiếm các hình thức xác định giá trị doanh nghiệp một cách tối ưu, bài viết sau tổng hợp những khái niệm cơ bản về phương pháp dựng số (book building) và ứng dụng của nó trong định giá IPO và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước. Bài viết có sự tham gia của ông Nguyễn Văn Thăng và ông Nguyễn Quốc Việt, chuyên gia cao cấp về định giá của BTCVALUE.*

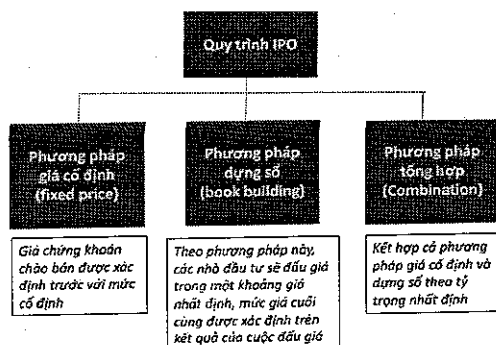
## **Quy trình dựng số - Giá cổ phiếu được quyết định như thế nào trong đợt IPO?**

Các công ty trên toàn thế giới sử dụng hai phương pháp để xác định giá cổ phần trong các đợt IPO: theo phương pháp giá cả cố định hoặc phương pháp dựng số. Theo thời gian, cơ chế giá cố định đã trở nên lỗi thời và hình thức dựng số đã trở thành cơ chế được sử dụng để định giá cổ phiếu trong khi thực hiện chào bán lần đầu ra công chúng (IPO). Trong bài này, chúng ta cùng nghiên cứu quá trình dựng số được thực hiện như thế nào, tương ứng với đó là cổ phần được định giá trong đợt IPO như thế nào?

<sup>1</sup> Công ty CP Thẩm định giá BTCVALUE.

<sup>2</sup> Khoa Tài chính, ĐHKI-ĐHQG Hà Nội.





### Phương pháp dựng số là gì?

Dựng số là một cơ chế xác định giá được sử dụng trên thị trường chứng khoán trong trường hợp định giá chứng khoán phát hành lần đầu. Khi cổ phần được chào bán trong đợt IPO, đợt chào bán có thể được thực hiện với giá cố định. Tuy nhiên, nếu không chắc về giá chính xác để bán cổ phần của mình, thì công ty có thể quyết định một khoảng giá thay vì một con số chính xác. Quá trình xác định giá được thực hiện bằng cách cung cấp cho các nhà đầu tư một mức giá và sau đó yêu cầu họ đặt giá thầu trên cơ sở mức giá đó được gọi là quy trình dựng số. Phương pháp này được coi là một trong những cơ chế xác định giá hiệu quả nhất trên thị trường sơ cấp. Đây là phương pháp được khuyến nghị bởi tất cả các thị trường chứng khoán chính trên thế giới và do đó được áp dụng ở tất cả các nước phát triển trên thế giới.

### Quy trình dựng số

Quy trình dựng số chi tiết như sau:

1. Lựa chọn ngân hàng đầu tư: Bước đầu tiên bắt đầu với việc chỉ định một ngân hàng đầu tư. Ngân hàng đầu tư này sẽ tiến hành nghiên cứu một cách kỹ lưỡng hồ sơ. Họ đề xuất quy mô của đợt phát hành và các yêu cầu về vốn mà công ty phải thực hiện. Sau đó, họ cũng đề xuất một dải giá (range price) cho các cổ phần được bán. Nếu ban giám đốc đồng ý với các đề xuất của chủ ngân hàng đầu tư thì bản cáo bạch được ban hành với mức giá theo đề nghị của chủ ngân hàng đầu tư. Giá thấp hơn của dải giá được gọi là giá sàn trong khi giá cao hơn được gọi là giá trần. Giá cuối cùng mà chứng khoán thực sự được chào bán sau khi toàn bộ quá trình dựng số được gọi là giá chốt (cut-off price).





2. Thu thập hồ sơ dự thầu: Các nhà đầu tư trên thị trường được yêu cầu chào mua cổ phần. Họ được yêu cầu chào giá số cổ phần mà họ sẵn sàng mua với mức giá khác nhau. Những hồ sơ dự thầu này cùng với tiền ứng viên phải nộp cho ngân hàng đầu tư. Cần lưu ý rằng nó không phải là một ngân hàng đầu tư đơn lẻ tham gia thu thập hồ sơ dự thầu. Thay vào đó, ngân hàng đầu tư hàng đầu có thể chỉ định các đại lý phụ để khai thác mạng lưới của họ đặc biệt là để nhận hồ sơ dự thầu từ một nhóm lớn hơn của các nhà đầu tư.

3. Xác định khoảng giá: Khi tất cả hồ sơ dự thầu đã được tổng hợp bởi ngân hàng đầu tư, quá trình xác định khoảng giá được tiến hành. Giá cuối cùng được lựa chọn đơn giản bằng mức bình quân gia quyền của tất cả các hồ sơ dự thầu đã nhận được từ ngân hàng đầu tư. Giá này được tuyên bố là giá chốt. Đối với bất kỳ thông tin nào đã nhận được sự công khai đáng kể và đang được công chúng dự đoán, giá trần thường là giá chốt.

4. Công khai: Với sự minh bạch, các sàn giao dịch trên toàn thế giới yêu cầu các công ty công bố chi tiết về hồ sơ dự thầu mà họ nhận được. Nhiệm vụ của ngân hàng đầu tư hàng đầu là chạy các quảng cáo có chứa chi tiết về giá thầu nhận được để mua cổ phần trong một khoảng thời gian nhất định (giả dụ một tuần). Các nhà quản lý ở nhiều thị trường cũng có quyền xác minh các hồ sơ dự thầu nếu muốn.

5. Thực hiện phát hành: Cuối cùng, số tiền nhận được từ các nhà thầu khác nhau phải được điều chỉnh và cổ phần phải được phân bổ. Ví dụ, nếu một nhà thầu có giá đặt mua thấp hơn giá chốt, thì phải gửi một đề nghị yêu cầu thanh toán số tiền còn lại. Mặt khác, nếu một nhà thầu đã đặt giá cao hơn giá chốt, cần hoàn thành kiểm tra hoàn phí cho họ. Quá trình dàn xếp đảm bảo rằng số tiền chốt được thu từ các nhà đầu tư thay vì số cổ phiếu được bán cho họ.

### **Dựng số một phần - Partial Book Building**

Dựng số một phần là một biến thể của quy trình dựng số. Trong quá trình này, thay vì mời các hồ sơ dự thầu từ các nhà đầu tư công chúng, các ngân hàng đầu tư mời thầu từ các tổ chức hàng đầu nhất định. Căn cứ vào giá dự thầu của họ, một mức giá bình quân của giá chào được tạo ra và giá chốt sẽ được quyết định. Giá chốt này sau đó sẽ được cung cấp cho các nhà đầu tư bán lẻ theo giá cố định. Do đó, đấu thầu mua cổ phần chỉ xảy ra ở cấp cơ sở và không ở mức bán lẻ.



**THƯ VIỆN  
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

Đây cũng là một cơ chế hiệu quả để tìm ra giá cả. Ngoài ra chi phí và các biến chứng liên quan đến việc tiến hành dựng sổ một phần rất thấp.

### **Cơ chế dựng sổ tốt hơn cơ chế giá cố định như thế nào?**

Trước tiên, quá trình dựng sổ có tính chất linh hoạt cho việc định giá của đợt IPO. Trước khi cơ chế dựng sổ được áp dụng, rất nhiều lần IPO đã được đánh giá thấp hoặc quá cao. Điều này tạo ra vấn đề bởi vì nếu định giá quá thấp, công ty sẽ bị thiệt hại về lợi ích. Mặt khác, nếu định giá quá cao thì dẫn đến đợt phát hành có thể không thành công. Trên thực tế, nếu đợt phát hành chỉ có một tỷ lệ nhất định đăng ký mua, thì có thể đợt phát hành không thành công vẫn dẫn đến thiệt hại do các chi phí của đợt IPO. Với việc giới thiệu quy trình dựng sổ, những hiện tượng định giá quá thấp hoặc quá cao không còn xảy ra nữa và thị trường sẽ hoạt động hiệu quả hơn.

### **Ý nghĩa thế nào cho hoạt động thoái vốn doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam**

Theo thông tin từ Bộ Tài chính, đáp ứng yêu cầu cổ phần hóa DNNN trong giai đoạn tới, thực hiện chỉ đạo của Chính phủ, tháo gỡ các vướng mắc trong quá trình thực hiện để đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa, Chính phủ ban hành Nghị định thay thế các Nghị định số 59/2011/NĐ-CP, Nghị định số 189/2013/NĐ-CP và Nghị định số 116/2015/NĐ-CP.

Quy định mới bổ sung thêm phương pháp dựng sổ để bán cổ phần bên cạnh 3 phương thức bán cổ phần hiện hành (đấu giá công khai, bảo lãnh phát hành, thỏa thuận trực tiếp).

Đáng chú ý là phương pháp dựng sổ (Book building) được bổ sung bên cạnh các phương thức bán cổ phần lần đầu đấu giá công khai, bảo lãnh phát hành và thỏa thuận trực tiếp.

Với quy định này, trong trường hợp doanh nghiệp nhà nước lớn thoái vốn, có thể áp dụng ngay phương pháp dựng sổ, không chờ đến khi chào bán hay thỏa thuận được hay không. Điều này đảm bảo cho thương vụ bán vốn được hiệu quả và thuận lợi.



Mặt khác, xuất phát từ tính chất cạnh tranh và công khai minh bạch, phương pháp dựng sổ cũng như phương pháp chào thầu cho nhà đầu tư lớn sẽ đảm bảo sự minh bạch cho giao dịch thoái vốn nhà nước, tránh những rủi ro có thể có trong phương pháp thỏa thuận, đem lại hiệu quả tối ưu cho nhà nước.

Tuy nhiên, đòi hỏi nhà nước cần yêu cầu các công ty nhà nước lớn thoái vốn cần công bố thông tin minh bạch rõ ràng và dễ tiếp cận hơn cho các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức lớn. Đây cũng là yếu tố bắt buộc để phát huy hiệu quả của phương pháp dựng sổ cũng như hình thức chào thầu công khai khi thoái vốn nhà nước.

# ĐỊNH GIÁ KHÁCH SẠN TẠI VIỆT NAM NGƯỜI MUA TRẢ GIÁ CAO CHO VỊ TRÍ VÀ TIỀM NĂNG

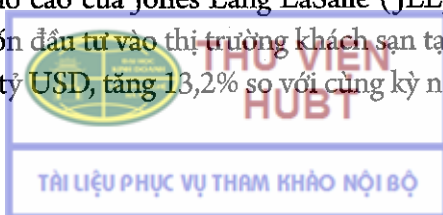
Đào Nguyên, Long Trần (2015)

Công ty CP Thẩm định giá BTCVALUE đã tham gia định giá nhiều dự án bất động sản và các bất động sản đầu tư như Trung tâm thương mại, khách sạn 5 sao, dự án phức hợp tại Hà Nội, TP.HCM, Phú Quốc, Đà Nẵng, Buôn Ma Thuột... Bài viết sau phân tích những đặc điểm cơ bản của định giá khách sạn tại Việt Nam, nơi mà các nhà đầu tư đang trả giá cao cho vị trí và tiềm năng.

- Xu hướng đầu tư và M&A các bất động sản đầu tư: khách sạn, khu nghỉ dưỡng và tòa nhà phức hợp đang phát triển mạnh ở châu Á và Việt Nam.
- Không chỉ các nhà đầu tư nước ngoài, các nhà đầu tư trong nước có tiềm lực bắt đầu tham gia vào thị trường chuyển nhượng khách sạn và khu nghỉ dưỡng.
- Trong công tác định giá các bất động sản đầu tư, có những nguyên tắc và tiêu chuẩn cơ bản, tại Việt Nam, yếu tố vị trí và tiềm năng đóng vai trò quan trọng trong đánh giá.

## Xu hướng M&A trong lĩnh vực bất động sản tại châu Á

Trong một tổng hợp vào từ 10/2014, Bloomberg đã ghi nhận một mức cao kỷ lục các thương vụ M&A trong ngành bất động sản tại thị trường châu Á, và dự báo sẽ còn gia tăng trong giai đoạn 2015 - 2018. Thực tế cũng đã chứng minh qua báo cáo của Jones Lang LaSalle (JLL) cho thấy 6 tháng năm 2016, lượng vốn đầu tư vào thị trường khách sạn tại châu Á Thái Bình Dương lên đến 3,8 tỷ USD, tăng 13,2% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó



Việt Nam đứng thứ tư, đạt 237,6 triệu USD. Theo báo cáo này, trong 6 tháng đầu năm 2016, tổng số lượng phòng được giao dịch trên toàn khu vực châu Á Thái Bình Dương là 14.025 phòng, cao hơn so với con số 10.976 phòng vào cùng kỳ năm ngoái. Nhật Bản dẫn đầu về khối lượng giao dịch bất động sản khách sạn với 2,1 tỷ USD, theo sau là Australia (278 triệu USD), Trung Quốc (252,6 triệu USD). Xếp thứ tư là Việt Nam (237,6 triệu USD), Đài Loan (217,6 triệu USD) và Thái Lan (138,3 triệu USD). Trong đó, 10 giao dịch bất động sản khách sạn hàng đầu có giá trị lên đến gần 1,7 tỷ USD.

Các thương vụ lớn như một tổ hợp tòa nhà được chuyển nhượng với giá 10 tỷ USD ở khu Gangnam - Seoul bởi nhóm nhà đầu tư liên quan đến Hyundai Motor Co, hoặc thương vụ liên quan đến Frasers Centrepoint Ltd. của Singapore với giá bất động sản bao gồm nghĩa vụ nợ là 3 tỷ USD. Hàng loạt thương vụ lớn khác trong khu vực như tòa nhà Yangon (Myanmar) vào năm 2014, một tòa phức hợp 5 sao giữa Shwe Taung Group cho Keppel Land với mức giá 47,4 triệu USD cho 40% cổ phần, hay thương vụ tòa phức hợp Pine Avenue tại khu trung tâm của thủ đô Seoul – Hàn Quốc được chốt với mức giá 447 triệu USD; thương vụ của tòa phức hợp hạng A Twin Tree (tại Seoul – Hàn Quốc) giữa IGIS Asset Management và KTB Asset Management với giá trị 316 triệu USD.

Điểm đặc biệt của các giao dịch bất động sản là các tài sản này có tính chất phức hợp bao gồm trung tâm thương mại, khách sạn căn hộ. Và tầm nhìn của các nhà đầu tư là khai thác thị trường bán lẻ của khu vực. Chẳng hạn, một nhà đầu tư mua một tòa nhà tại một thành phố của Trung Quốc là một cách để thu lợi khi nền kinh tế của đất nước ngày càng tăng trưởng dựa trên nền tảng người tiêu dùng làm trung tâm. Chính vì vậy, tại khắp châu Á, giao dịch các bất động sản liên quan đến bán lẻ đang diễn ra mạnh. Đặc biệt là những bất động sản có vị trí và chất lượng tốt, được đánh giá là cửa ngõ quan trọng của thị trường tiêu dùng. Bắc Kinh, Tokyo và Thượng Hải là điểm đến hàng đầu cho các khoản đầu tư bất động sản thương mại ở châu Á.

### **Xu hướng tại Việt Nam thời gian qua**

Trong vòng 3 năm qua, thị trường chuyển nhượng các bất động sản đầu tư tại Việt Nam đã có sự tăng trưởng đáng kể. Tại Việt Nam thời gian qua đã có hàng loạt thương vụ chuyển nhượng khu văn phòng hạng A,

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

cũng như khách sạn 5 sao, tòa nhà trung tâm thương mại lớn được diễn ra: Năm 2012 và 2013, Khách sạn Legend được chuyển nhượng cho Lotte với giá 90 triệu USD. Thương vụ giữa VIBank với Daibiru (Nhật Bản) chuyển nhượng dự án tòa nhà văn phòng hạng A tại 16 Phan Chu Trinh cho đối tác Nhật Bản với giá trị 60.1 triệu USD. Thương vụ được cho là lớn nhất hiện nay vẫn là chuyển nhượng tòa nhà Vincom Center A tại TP.HCM với giá trị khoảng 476 triệu USD. Các giao dịch tiếp tục sôi động trong năm 2015 – 2016 với hàng loạt thương vụ như chuyển nhượng tòa nhà Keangnam, Sedona Suites (Hà Nội) hay Duxton, Kumho Asiana Plaza, Diamond Plaza (TP.Hồ Chí Minh).

*Một số giao dịch khách sạn và tòa nhà tại Việt Nam 2012 – 2016*

Tổng hợp của BTCvalue

TT	Tài sản	Loại tài sản	Người mua	Năm	Giá trị
1	Legend Hotel	Khách sạn	Lotte	2012	90
2	CornerStone Building	Văn phòng	Daibiru	2013	63
3	Gemandept Tower	Văn phòng	CJ	2014	45
4	Vincom Center A	Khu tổ hợp	VIPD	2013	476
5	Diamond Plaza	Khu tổ hợp	Lotte	2015	n/a
6	Indochina Plaza	Khu tổ hợp	Gaw Capital	2015	106
7	Kumho Asiana Plaza	Khu tổ hợp	Mapletree Investments	2016	215
8	Sedona Suites Hanoi	Khách sạn	BRG Group	2016	31.53
9	Keangnam Landmark	Khu tổ hợp	Mirae Asset, AON BGN	2015	382.5
10	Duxton Hotel Saigon	Khách sạn	New Life RE	2016	49.24

Nếu xem xét các giao dịch mua bất động sản đầu tư tại Việt Nam có thể thấy nhà đầu tư nước ngoài chiếm ưu thế với đa số các giao dịch với quy mô 50 – 300 triệu USD/giao dịch. Điều này dễ hiểu vì nhà đầu tư nước ngoài, với tiềm lực tài chính đủ để ra quyết định cho các thương vụ.

Tuy nhiên, xu hướng đầu tư và mua lại của các chủ đầu tư trong nước cũng có những tín hiệu tích cực với những tập đoàn tư nhân lớn đã đầu tư hoặc mua lại vào lĩnh vực này như BRG, Bitexco, Mường Thanh.

Ngoài ra, hàng loạt các chủ đầu tư khác tại Việt Nam cũng sẽ là nguồn cung lớn cho thị trường chuyển nhượng bất động sản đầu tư trong thời

gian tới khi các nhà đầu tư này có được lợi thế về thời gian hoặc lợi thế địa phương khi đã giữ chỗ được các dự án đầu tư hoặc một số vị trí đất thuận lợi cho đầu tư bất động sản khách sạn và du lịch.

Một đặc điểm quan trọng của xu hướng chuyển nhượng các bất động sản đầu tư tại Việt Nam là tập trung chủ yếu tại các địa bàn TP.HCM, Hà Nội và ở vị trí trung tâm. Trong đó, số thương vụ tại TP.HCM nhiều gấp 3 lần so với các thương vụ tại Hà Nội. Điều này có thể lý giải được là do lợi thế vị trí và tính khan hiếm của các khu đất được đánh giá là đất vàng tại hai thành phố này, đặc biệt là TP.HCM được đánh giá là thành phố kinh doanh của Việt Nam.

### **Cơ sở nào để xác định giá cho các giao dịch**

Công tác định giá các tài sản đầu tư như khách sạn, khu nghỉ dưỡng, tòa nhà phức hợp không phải là một việc đơn giản như định nghĩa và các tiêu chuẩn của nó. Theo Royal Institution of Chartered Surveyors: “(2003) Appraisal and Valuation Standards, giá trị định giá là số tiền ước tính mà một tài sản được trao đổi tại thời điểm định giá giữa người mua và người bán trong một giao dịch độc lập, sau khi các công tác truyền thông phù hợp được thực hiện, tại đó các bên đã hành động một cách hiểu biết, thận trọng và không bị ép buộc”.

Nhiều yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến cách định giá một khách sạn hoặc tòa nhà, như các yếu tố sau:

1. Địa thế của khách sạn hoặc khu tổ hợp được đánh giá theo quan điểm lợi ích về mặt vật chất cho hoạt động của khách sạn và khu văn phòng, cũng như sự tiện lợi về đi lại, tầm nhìn của khách sạn và các yếu tố vị trí khác có liên quan.

2. Cơ sở vật chất hiện có của khu tổ hợp đã được kiểm định chất lượng xây dựng, thiết kế, hiệu quả bố trí và các mặt hàng hư hỏng và lỗi thời.

3. Môi trường kinh tế, trên cấp độ vi mô lẫn vĩ mô, đã được xem xét để xác định xu hướng kinh tế và nhân khẩu có liên quan cụ thể tới khách sạn. Các xu hướng này có tác động đến nhu cầu trong tương lai đối với các khách sạn và khu văn phòng.

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

4. Việc phân khúc thị trường cho thuê phòng ở ngắn hạn thành các phân đoạn riêng lẻ đã xác định đặc điểm thị trường cụ thể đối với loại khách du lịch dự kiến sẽ sử dụng các khu vực của khách sạn. Các yếu tố điều tra bao gồm mục đích của chuyến thăm, thời gian trung bình lưu lại, phương tiện và tiện nghi cần thiết, tính mùa vụ, nhu cầu biến động từng ngày và sự nhạy cảm về giá.

5. Phân tích các đối thủ cạnh tranh hiện tại và tiềm năng đã cung cấp những chỉ dấu về nhu cầu chỗ ở hiện nay, sự thâm nhập thị trường của những đối thủ mới và mức độ cạnh tranh của ngành.

6. Sự dự đoán về số lượng khách trung bình thuê phòng và thời gian thuê được dẫn chứng từ những phân tích về cung cầu của thị trường toàn cầu kết hợp với những nghiên cứu sâu sát.

7. Một dự báo về thu nhập và chi phí đã được thực hiện phù hợp với Hệ thống kế toán đồng bộ của khu tổ hợp. Dự báo này nêu ra những lợi ích kinh tế ước đoán của khách sạn và cung cấp cơ sở cho việc tiếp cận nguồn vốn hóa thu nhập.

Trong việc đánh giá tài sản để xác định giá trị thị trường, các chuyên gia định giá chuyên nghiệp thường áp dụng ba cách tiếp cận để lựa chọn phương pháp định giá: phương pháp vốn hóa thu nhập, phương pháp chi phí và phương pháp so sánh. Trong đó, phương pháp phù hợp nhất là vốn hóa thu nhập. Tuy nhiên, cơ sở định giá thận trọng cũng sẽ xem xét đến các phương pháp chi phí và phương pháp so sánh. Trước đây, trong những hoàn cảnh nhất định, thẩm định viên chỉ ra những “chi phí đầu vào” khi gia nhập vào thị trường, trong khi sau này phương pháp thường áp dụng là cung cấp một loạt các giá trị định mức cho mỗi phòng của khách sạn. Cả hai phương pháp đều có một số ảnh hưởng đến quyết định của các nhà khai thác hoặc các nhà đầu tư dự án. Một số lưu ý cho từng phương pháp:

- Phương pháp vốn hóa thu nhập có dự báo các thu nhập hoạt động thuần của tài sản và phân bổ các lợi ích trong tương lai, đánh giá các yếu tố thể chấp và vốn chủ sở hữu, dựa trên đánh giá giá trị thị trường của thu nhập và chi phí vay. Thông qua đánh giá một dòng tiền mặt và vốn hóa thu nhập thủ tục chiết khấu, giá trị của mỗi thành phần được tính toán.



Tổng giá trị các thành phần thế chấp và các thành phần vốn chủ sở hữu tương đương với giá trị của tài sản. Cách tiếp cận này thường được lựa chọn là phương pháp định giá thuận lợi nhất để tính thu nhập sản xuất, vì nó phản ánh sát nhất kế hoạch kinh doanh và đầu tư của người mua hiểu biết.

Kinh nghiệm quốc tế với người mua và người bán rất nhiều khách sạn chỉ ra rằng việc ước tính giá trị của phương pháp vốn hóa thu nhập thường tương đương và có thể so sánh với đánh giá của những nhà đầu tư khách sạn. Vì lý do này, các phương pháp tiếp cận vốn hóa thu nhập sản xuất ước tính giá trị đáng tin cậy nhất và nó thường được đưa ra trọng lượng lớn nhất trong quá trình định giá khách sạn.

- Phương pháp Chi phí ước tính giá trị bằng cách tính toán các chi phí hiện tại của việc thay thế một tài sản và khấu hao trừ bất cứ một kết quả từ một hoặc nhiều các yếu tố sau: suy giảm về thể chất, lỗi thời chức năng và bên ngoài (hay kinh tế) lỗi thời. Các giá trị của đất, như thế đó là bỏ trống và có sẵn, sau đó được bổ sung vào giá trị khấu hao của các cơ sở để sản xuất một ước tính tổng giá trị.

Phương pháp chi phí có thể cung cấp một ước tính đáng tin cậy của giá trị cho các thuộc tính mới được xây dựng; Tuy nhiên, như các tòa nhà và các hình thức khác của cơ sở tăng trong độ tuổi và bắt đầu xấu đi, mất kết quả trong giá trị trở nên ngày càng khó khăn để xác định số lượng chính xác.

- Phương pháp So sánh ước tính giá trị của một tài sản bằng cách so sánh nó với các đặc tính tương tự gần đây được bán trên thị trường. Để có được một ước tính giá trị đáng tin cậy, giá bán của một tài sản so sánh phải được điều chỉnh để phản ánh bất kỳ sự không giống nhau giữa các tài sản so sánh. Phương pháp so sánh có thể cung cấp một ước tính giá trị hữu ích cho các hình thức đơn giản của tài sản như nhà đất trống và nhà đơn giản, nơi mà các tài sản sẽ phải đồng nhất và những điều chỉnh rất ít về số lượng và tương đối đơn giản để tính toán. Tuy nhiên, trong trường hợp đầu tư phức tạp hơn, chẳng hạn như các trung tâm mua sắm, cao ốc văn phòng, nhà hàng và khách sạn, nơi mà những điều chỉnh rất nhiều và rất khó xác định, phương pháp so sánh mất nhiều về độ tin cậy của mình.

## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

Qua thực tiễn định giá một số khách sạn lớn hoặc tiếp xúc với một số chủ sở hữu muốn bán tài sản tại Việt Nam, chúng tôi thấy có một số khó khăn hoặc vấn đề mà các nhà thẩm định giá Việt Nam hay gặp phải khi định giá khách sạn.

- Thông tin không hoàn hảo: Trong nhiều trường hợp, các thông tin được các bên đưa ra không được đầy đủ, chẳng hạn như các thông số về tình trạng đất, thông số về tình hình kinh doanh của khách sạn. Việc thu thập các thông tin để so sánh tại thị trường Việt Nam cũng không hề đơn giản do việc công bố thông tin các giao dịch tại Việt Nam chưa trở thành một thông lệ hoặc một quy định bắt buộc.

- Thị trường Việt Nam có nhiều quy định và loại đất (đất sở hữu, đất thuê dài hạn...) nên các yếu tố này cũng tác động đến giá trị của tài sản định giá.

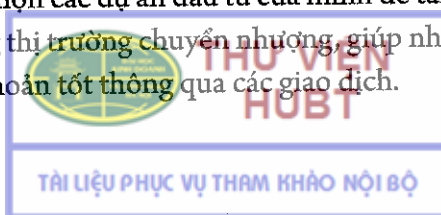
- Kỳ vọng của bên bán nhiều khi quá cao so với thực tế, dẫn đến quan điểm khác nhau của các bên tham gia trong giao dịch: các nhà tư vấn, các nhà môi giới, các chủ sở hữu và nhà đầu tư.

### **Kết luận: Lợi thế vị trí và tiềm năng**

Trong một thị trường M&A đang mới nổi tại Việt Nam, thông tin về các giao dịch M&A lớn trong lĩnh vực bất động sản tạo ra những cú hích nhất định cho thị trường, cho cả bên mua và bên bán. Những thương vụ như thế này sẽ làm cho các nhà đầu tư tự tin hơn với những dự án đầu tư bất động sản khách sạn, du lịch hoặc trung tâm thương mại.

Các giao dịch thành công này mặt khác sẽ khiến những nhà phát triển dự án tại Việt Nam nỗ lực hoàn thiện các hàng hóa của mình trước khi có thể hy vọng bán được trên thị trường chuyển nhượng. Khác với tư duy trước đây là chỉ bán dự án ở giai đoạn mới hình thành.

Các chủ sở hữu các tài sản đầu tư cần lưu ý yếu tố vị trí và tiềm năng phát triển để lựa chọn các dự án đầu tư của mình để tài sản trong tương lai có chỗ đứng trong thị trường chuyển nhượng, giúp nhà đầu tư có được lợi nhuận và thanh khoản tốt thông qua các giao dịch.



# ĐỊNH GIÁ MỎ KHOÁNG SẢN TẠI VIỆT NAM

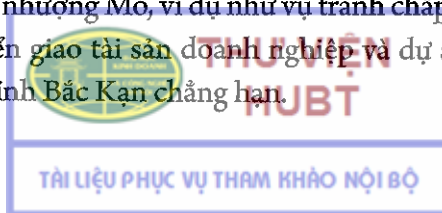
**Đặng Xuân Minh, Nguyễn Văn Thăng (2012)**  
(Thẩm định viên về giá – BTCVALUE)

*Từ năm 2012 đến nay, BTCVALUE đã tham gia nhiều dự án định giá mỏ khoáng sản như vàng, chì kẽm, nikel, đá marble. Phương pháp định giá được áp dụng để định giá mỏ tại Việt Nam gồm các phương pháp trong tiêu chuẩn định giá của Việt Nam, của Ủy ban Tiêu chuẩn định giá quốc tế và Tiêu chuẩn định giá mỏ khoáng sản của Úc và Canada.*

## **Những câu chuyện về thẩm định giá mỏ khoáng sản**

Trong một lần gặp gỡ một chủ đầu tư đang đầu tư một dự án khai thác vàng bên Lào, đối tác chuyển một bộ hồ sơ của mỏ kèm lời đề nghị cố gắng thẩm định trong vài ba ngày. Khi chuyên gia của chúng tôi xem xét hồ sơ thì thật ngạc nhiên chủ đầu tư chủ yếu đưa ra các tài liệu chứng minh đã được giấy phép, còn tài liệu và hồ sơ kỹ thuật thì rất sơ sài. Thật khó khăn để có thể đưa ra quyết định trong bối cảnh thiếu thông tin như vậy.

Năm 2011 vừa qua, trên báo chí cũng như thông tin trong giới đầu tư mỏ, có khá nhiều vụ chuyển nhượng công ty hoặc dự án mỏ. Và không ít những vụ chuyển nhượng đó, bên bán và bên mua thấy thiếu cơ sở để xem xét mức giá mà mình đưa ra liệu đã có cơ sở khoa học về thị trường và về giá trị của tài sản hay chưa. Đã có những vụ kiện cáo hoặc tranh chấp liên quan đến chuyển nhượng Mỏ, ví dụ như vụ tranh chấp khi chuyển nhượng vốn góp và chuyển giao tài sản doanh nghiệp và dự án khai thác khoáng sản trên địa bàn tỉnh Bắc Kạn chẳng hạn.



## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

Thẩm định giá mỏ khoáng sản không hề đơn giản, thậm chí nó còn là một trong những nội dung khó nhất của thẩm định giá tài sản. Trong một hội thảo về định giá mỏ tổ chức tại Hà Nội, một chuyên gia đã kể chuyện về bài học đầu tiên ông được học về định giá mỏ: “Các anh hãy tưởng tượng, nếu thẩm định giá một cục quặng vàng thì tương đối đơn giản. Tuy nhiên nếu tôi chôn cục vàng đó vào một hố sâu ngẫu nhiên trong vườn, và yêu cầu anh định giá thì sẽ phức tạp đấy, vì anh sẽ phải tính toán dự án tìm kiếm và thăm dò cục quặng vàng đó”.

### **Những đặc điểm về khoáng sản quyết định đến công tác định giá mỏ**

#### ***Những đặc điểm tự nhiên***

- Tài nguyên khoáng sản được thành tạo trong tự nhiên, đã được con người khai thác đưa vào sử dụng trong đời sống, hầu hết không tái tạo được và phần lớn các mỏ đã đóng cửa thì đều không khai thác lại được.

- Tài nguyên khoáng sản được *thành tạo* và tồn tại trong tự nhiên nên chịu ảnh hưởng của rất nhiều nhân tố thuộc về điều kiện địa chất tự nhiên mà khi nghiên cứu thăm dò và đánh giá giá trị của chúng người ta khó có thể lường hết được.

- Trên thế giới tình trạng cạn kiệt tài nguyên khoáng sản đang diễn ra ngày một nhanh chóng nên xu hướng chung là nhu cầu và giá tài nguyên khoáng sản trên thị trường ngày một tăng lên. Tuy nhiên, khi giá cả của các loại nguyên liệu khoáng cạn kiệt tăng lên quá mạnh thì buộc con người phải sử dụng các loại nguyên liệu thay thế.

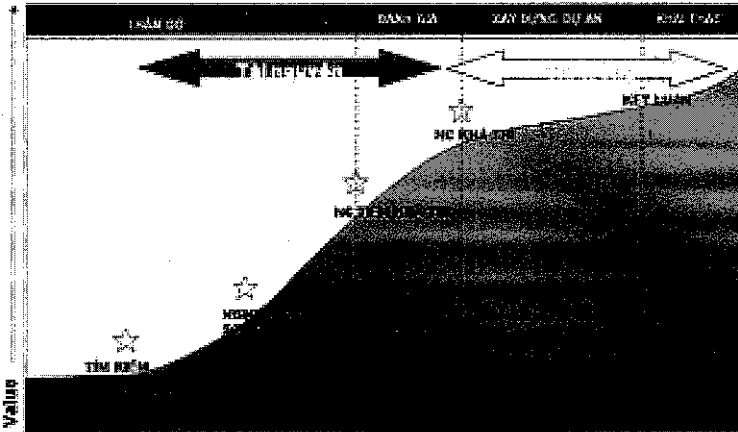
- Thời gian khai thác mang lại lợi ích của mỗi mỏ khoáng sản là có giới hạn, phụ thuộc vào điều kiện địa chất mỏ như trữ lượng, cấu trúc địa chất thân khoáng... và sự can thiệp của Luật Khoáng sản.

#### ***Những đặc điểm về quy trình của một dự án mỏ***

Quy trình của một dự án khai khoáng gồm các giai đoạn: thăm dò, đánh giá, xây dựng dự án và khai thác. Tương ứng với mỗi giai đoạn này

nhà đầu tư cần chuẩn bị các công tác khác nhau về tìm kiếm và thu thập thông tin, nghiên cứu khả thi, đánh giá tài nguyên và sâu hơn là đánh giá trữ lượng.

Căn cứ vào mỗi giai đoạn này, công tác định giá sẽ cho những kết quả với độ tin cậy khác nhau.



Confidence: Môi trường qua giữa việc nắm vững các thông tin về tài nguyên và trữ lượng và khả năng đạt được doanh thu thực tế từ mỏ khoáng sản

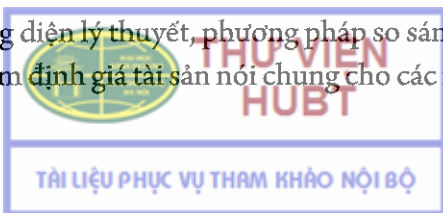
Tại các quốc gia có ngành khai khoáng phát triển, các tiêu chuẩn riêng về định giá mỏ khoáng sản được ban hành nhằm hướng dẫn cho công tác định giá mỏ được chính xác. Có thể kể đến các tiêu chuẩn định giá như: CIMVal Standards & Guidelines – Canada, Australian VALMIN Code – Úc, SAMVal Code – Nam Phi, US Minerals Appraisals/Valuations – Tiêu chuẩn định giá Hoa Kỳ, International Valuations Standards (IVS) - Tiêu chuẩn định giá quốc tế cũng có quy định riêng về định giá mỏ.

**Các phương pháp định giá mỏ chủ yếu**

Những yếu tố này tác động đến việc lựa chọn và vận dụng các phương pháp định giá bất động sản trong định giá mỏ khoáng sản cụ thể:

**a. Phương pháp so sánh**

Trên phương diện lý thuyết, phương pháp so sánh là phương pháp tối ưu trong việc thẩm định giá tài sản nói chung cho các mục đích mua bán và



## CÁC BÀI VIẾT VỀ ĐỊNH GIÁ

góp vốn hợp tác đầu tư. Sự tối ưu của phương pháp so sánh được dựa trên nền tảng những cơ sở thị trường vững chắc, những bằng chứng thị trường về giao dịch mua bán những tài sản tương tự.

Để áp dụng phương pháp so sánh được tốt thì cần có các điều kiện: chất lượng thông tin phải phù hợp, đầy đủ, đáng tin cậy và kiểm tra được; thị trường phải ổn định, nếu thị trường biến động sẽ có sai số lớn, ngay cả khi các đối tượng so sánh giống nhau về nhiều mặt.

Trong điều kiện nước ta hiện nay, công tác định giá mỏ khoáng sản chưa được thực hiện nên phương pháp này chưa có ý nghĩa sử dụng. Việc thu thập những bằng chứng thị trường về các giao dịch mua bán bất động sản nói chung và quyền khai thác mỏ khoáng sản rắn tại Việt Nam là rất khó khăn vì tài nguyên khoáng sản là thuộc sở hữu quốc gia và hầu hết từ trước đến những năm gần đây các công ty khai thác mỏ đều là doanh nghiệp Nhà nước nên không có hoạt động mua bán.

Trong tương lai, khi một số mỏ khoáng sản có tính phổ biến, có cấu trúc địa chất không quá phức tạp và tương đối đồng nhất (ví dụ như các mỏ vật liệu xây dựng: đá vôi, cát, sét...) đã được định giá đảm bảo các yêu cầu trên thì phương pháp này có thể áp dụng được để định giá khá nhanh giá trị mỏ khoáng sản tương tự.

### *b. Phương pháp thu nhập (đầu tư)*

Phương pháp thu nhập đề cập đến dòng thu nhập được hình thành từ việc khai thác, kinh doanh của mỏ khoáng sản. Theo nguyên tắc này, về mặt lý thuyết, giá thị trường hiện hành của một mỏ khoáng sản ngang bằng với giá trị hiện tại của tất cả các khoản thu nhập tương lai có thể nhận được từ bất động sản. Vì vậy phương pháp thu nhập đã xét đến các lợi thế do điều kiện đặc thù của mỏ khoáng sản mang lại như vị trí, điều kiện địa chất mỏ, công nghệ khai thác mỏ... và những nhân tố này được đề cập đến trong dự án đầu tư khai thác mỏ. Qua đó, kết quả có được tính toán đánh giá hiệu quả kinh tế dự án đã gián tiếp phản ánh giá trị thị trường của mỏ khoáng sản. Xét về mặt lý thuyết, phương pháp này có ưu điểm là có cơ sở lý luận chặt chẽ nhất, vì nó tiếp cận một cách trực tiếp những lợi ích mà bất động sản hay mỏ khoáng sản mang lại cho nhà đầu tư.

Xuất phát từ tính chất gián tiếp phản ánh giá trị thị trường, kết quả có được từ phương pháp thu nhập thường không chính xác, có thể có khác biệt rất lớn và không phù hợp với giá trị thị trường của bất động sản nói chung và mỏ khoáng sản nói riêng.

Trong nhiều trường hợp có thể thiếu cơ sở dự báo các khoản thu nhập tương lai. Kết quả định giá có độ nhạy lớn trước mỗi sự thay đổi của các tham số tính toán nhất là tham số lãi suất (tỷ suất chiết khấu).

### c. Phương pháp lợi nhuận

Tương tự như phương pháp thu nhập, phương pháp lợi nhuận để cập đến dòng thu nhập được hình thành từ việc khai thác, kinh doanh mỏ khoáng sản. Vì vậy, phương pháp thu nhập đã xét đến các lợi thế do điều kiện đặc thù của mỏ khoáng sản mang lại như vị trí, điều kiện địa chất mỏ, công nghệ khai thác mỏ... và những nhân tố này được đề cập đến trong dự án đầu tư khai thác mỏ;... Qua đó, kết quả có được từ phương pháp lợi nhuận đã gián tiếp phản ánh giá trị thị trường của bất động sản, làm cơ sở để định giá mỏ khoáng sản.

Phương pháp lợi nhuận có mức độ tổng hợp cao hơn phương pháp thu nhập và đơn giản hơn. Điều này cho phép các nhà nghiên cứu có thể tham khảo mức độ sinh lời chung của việc kinh doanh trên nguyên tắc thận trọng.

Tương tự như phương pháp thu nhập, xuất phát từ tính chất gián tiếp phản ánh giá trị thị trường, kết quả có được từ phương pháp lợi nhuận thường không chính xác, có thể có khác biệt rất lớn và không phù hợp với giá trị thị trường của bất động sản nói chung và mỏ khoáng sản nói riêng. Lợi nhuận ước tính có thể cao là kết quả kết hợp của cả yếu tố tự nhiên, công nghệ và con người trong quá trình hoạt động đó.

Theo những đánh giá ở trên, chúng tôi quyết định chọn phương pháp lợi nhuận là phương pháp trọng yếu để ước tính giá trị của bất động sản đồng thời kết hợp với phương pháp đầu tư để có điều kiện so sánh kết quả theo các phương pháp và đưa ra kết luận về giá trị mỏ khoáng sản.



### **Luật Khoáng sản và cơ hội M&A và nhu cầu định giá mỏ tại Việt Nam**

Việt Nam vẫn luôn được biết đến với nguồn tài nguyên khoáng sản khá phong phú, đa dạng với trên 5.000 mỏ và điểm quặng của hơn 60 loại khoáng sản khác nhau. Trong đó có một số loại khoáng sản được dự báo có trữ lượng lớn như bôxít, titan, đá nguyên liệu xi măng... Việt Nam cũng có những mỏ khoáng sản tiềm năng như sắt, vàng, vonfram, đất hiếm... Theo thống kê, giá trị công nghiệp ngành khai thác khoáng sản (trừ dầu khí) đã tăng từ 4,8% (năm 1995) lên đến trên 10% GDP hàng năm của Việt Nam trong những năm gần đây.

Trong thời gian qua, chuyển nhượng quyền thăm dò, khai thác khoáng sản tại Việt Nam đã diễn ra, tuy nhiên các thông tin về thương vụ này cũng ít khi được công bố. Nhiều thương vụ cũng mang tính chất mua đi bán lại giấy phép. Tuy nhiên, trên thực tế, có tổ chức, cá nhân hoạt động khoáng sản do điều kiện khách quan không thể tiếp tục thực hiện dự án đầu tư, có nhu cầu chuyển nhượng dự án đã đầu tư để thu hồi vốn.

Luật Khoáng sản với hiệu lực thi hành từ ngày 1/7/2011 đã có điều khoản cho phép chuyển nhượng quyền thăm dò và quyền khai thác khoáng sản. Tuy nhiên việc chuyển nhượng quyền thăm dò và khai thác khoáng sản phải được cơ quan quản lý nhà nước có thẩm quyền cấp Giấy phép khai thác khoáng sản chấp thuận. Ngoài ra, Chính phủ cũng đã ban hành Nghị định số 22/2012/NĐ-CP quy định về đấu giá quyền khai thác khoáng sản. Đối với quy định về đấu giá quyền khai thác khoáng sản này, nhu cầu nhà nước định giá khởi điểm như thế nào, bằng phương pháp nào cũng là một vấn đề đáng bàn, để đảm bảo mức giá đưa ra là hợp lý để thu hút được nhà đầu tư và đảm bảo không bán quá rẻ tài sản nhà nước.

### **Những khó khăn trong việc định giá mỏ tại Việt Nam**

- Thông tin về trữ lượng: thông tin về trữ lượng mỏ khoáng sản tại Việt Nam hiện còn hạn chế. Điều này khiến cho các chủ đầu tư cũng như các nhà định giá gặp khó khăn trong việc xác định hiệu quả dự án cũng như giá trị của mỏ. Mặt khác, như đề cập ở trên, nhiều nhà đầu tư mỏ (chủ yếu là những nhà đầu tư tư nhân tại một số địa phương) dường như quan tâm nhiều hơn đến giấy phép mà ít để ý đến trữ lượng của mỏ).



- Công tác định giá các mỏ khoáng sản còn là một công việc khá mới ở Việt Nam. Việc định giá mỏ khoáng sản một cách khoa học, có cơ sở tin cậy, có tính thuyết phục và phù hợp hầu như chưa được thực hiện. So với các quốc gia khác, Việt Nam hiện chưa có Tiêu chuẩn định giá mỏ.
- Chưa nhiều giao dịch trên thị trường đối với các mỏ khoáng sản nên khó so sánh và tổng hợp để đưa ra kết quả định giá.

### **Kết luận**

Cục quản lý giá, đơn vị quản lý hành nghề định giá và Cục địa chất cần xây dựng và ban hành tiêu chuẩn cơ bản về định giá mỏ. Tiêu chuẩn này không chỉ hỗ trợ định giá mỏ khoáng sản cho nhà nước khi tiến hành đấu giá, đấu thầu... mà còn giúp cho các tổ chức định giá có thể thực hiện các yêu cầu định giá từ phía khách hàng.

Đối với các doanh nghiệp đầu tư ngành mỏ, cần chọn lựa nhà tư vấn chuyên môn về địa chất và nhà tư vấn định giá có kinh nghiệm và am hiểu ngành và lĩnh vực đầu tư mỏ tại Việt Nam.

Với tiềm năng khoáng sản của Việt Nam, cùng với sự tháo gỡ về cơ chế cũng như sự phát triển của các doanh nghiệp ngành khoáng sản, chúng ta có thể hy vọng các nhà đầu tư trong và ngoài nước sẽ tự tin và bài bản hơn trong các dự án đầu tư mỏ, cũng như sẽ chứng kiến nhiều thương vụ M&A trong ngành khoáng sản trong những năm tới.

# **MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**

- Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 10 - Cách tiếp cận từ thu nhập  
(Ban hành kèm theo Thông tư số 126/2015/TT-BTC ngày 20/8/2015 của Bộ Tài chính)
- Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 12 - Tiêu chuẩn định giá doanh nghiệp  
(Ban hành kèm theo Thông tư số 122/2017/TT-BTC ngày 15/11/2017 của Bộ trưởng Bộ Tài chính)
- Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 13 - Thẩm định giá tài sản vô hình  
(Ban hành kèm theo Thông tư số 06/2014/TT-BTC ngày 07/01/2014 của Bộ trưởng Bộ Tài chính).



# CÁCH TIẾP CẬN THU NHẬP TRONG ĐỊNH GIÁ

## Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 10

(Ban hành kèm theo Thông tư số 126/2015/TT-BTC ngày  
20/8/2015 của Bộ Tài chính)

### I. QUY ĐỊNH CHUNG

1. Phạm vi điều chỉnh: Tiêu chuẩn này quy định và hướng dẫn thực hiện cách tiếp cận từ thu nhập trong quá trình thẩm định giá đối với tất cả các loại tài sản. Trường hợp có Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam áp dụng riêng cho một nhóm tài sản cụ thể thì áp dụng theo Tiêu chuẩn thẩm định giá riêng đó.

2. Đối tượng áp dụng: Thẩm định viên về giá hành nghề (sau đây gọi chung là thẩm định viên), doanh nghiệp thẩm định giá, các tổ chức và cá nhân khác thực hiện hoạt động thẩm định giá theo quy định của Luật Giá và các quy định khác của pháp luật có liên quan.

3. Khách hàng thẩm định giá và bên thứ ba sử dụng kết quả thẩm định giá (nếu có) theo hợp đồng thẩm định giá đã ký kết phải có những hiểu biết cần thiết về các quy định trong tiêu chuẩn này để hợp tác với doanh nghiệp thẩm định giá trong quá trình thẩm định giá.

#### 4. Giải thích từ ngữ

*Cách tiếp cận từ thu nhập* là cách thức xác định giá trị của tài sản thông qua việc quy đổi dòng tiền trong tương lai có được từ tài sản về giá trị hiện tại.

*Phương pháp vốn hóa trực tiếp* là phương pháp thẩm định giá xác định giá trị của tài sản thẩm định giá dựa trên cơ sở quy đổi dòng thu nhập

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

thuần ổn định hàng năm dự kiến có được từ tài sản về giá trị hiện tại thông qua việc sử dụng tỷ suất vốn hóa phù hợp. Phương pháp vốn hóa trực tiếp thuộc cách tiếp cận từ thu nhập.

*Phương pháp dòng tiền chiết khấu* là phương pháp thẩm định giá xác định giá trị của tài sản thẩm định giá dựa trên cơ sở quy đổi các dòng tiền trong tương lai dự kiến có được từ tài sản về giá trị hiện tại thông qua việc sử dụng tỷ suất chiết khấu phù hợp. Phương pháp dòng tiền chiết khấu thuộc cách tiếp cận từ thu nhập.

*Tỷ suất vốn hóa* là tỷ suất phản ánh mối quan hệ giữa thu nhập hoạt động thuần dự kiến có được trong một năm và giá trị của tài sản.

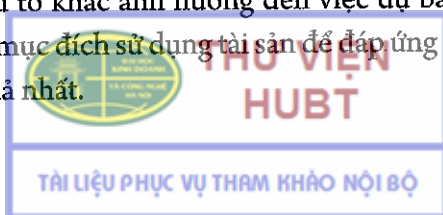
*Tỷ suất chiết khấu* là tỷ suất được sử dụng để chuyển đổi dòng thu nhập trong tương lai về giá trị hiện tại. Tỷ suất chiết khấu không chỉ phản ánh giá trị thời gian của tiền mà còn phản ánh rủi ro trong việc tạo ra thu nhập từ tài sản thẩm định giá.

*Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo* là giá trị dự kiến của tài sản tại thời điểm kết thúc giai đoạn dự báo dòng tiền chiết khấu (vào thời điểm cuối kỳ phân tích dòng tiền chiết khấu). Nếu tài sản được bán thanh lý vào cuối kỳ dự báo, thì giá trị thanh lý là giá trị của tài sản tại thời điểm cuối kỳ dự báo.

## II. NỘI DUNG TIÊU CHUẨN

1. *Cách tiếp cận từ thu nhập có thể được sử dụng để xác định giá trị tài sản thẩm định giá theo cơ sở giá trị thị trường hoặc phi thị trường.*

Để xác định giá trị thị trường, việc áp dụng cách tiếp cận thu nhập cần phản ánh được đặc điểm của đa số đối tượng tham gia thị trường tài sản thẩm định giá. Cụ thể: thu nhập thuần, chi phí hoạt động, tỷ suất vốn hóa, tỷ suất chiết khấu và các dữ liệu đầu vào khác cần được đánh giá trên cơ sở khảo sát thị trường trong quá khứ của tài sản thẩm định, dự đoán tương lai, xem xét tình hình cung - cầu, triển vọng phát triển của thị trường ngành, lĩnh vực và các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc dự báo. Thẩm định viên cũng cần xác định mục đích sử dụng tài sản để đáp ứng nguyên tắc sử dụng tốt nhất và hiệu quả nhất.



Để xác định giá trị phi thị trường, việc áp dụng cách tiếp cận thu nhập cần phản ánh được các đặc điểm đặc thù của đối tượng sử dụng đặc biệt hoặc tính năng sử dụng đặc biệt của tài sản thẩm định. Ví dụ: Thẩm định viên có thể áp dụng tỷ suất vốn hóa hoặc tỷ suất chiết khấu mà chỉ riêng tài sản thẩm định có được do những đặc điểm khác biệt của tài sản hoặc tiêu chí đầu tư đặc biệt của nhà đầu tư.

2. Cách tiếp cận thu nhập dựa trên nguyên tắc tài sản có giá trị vì tạo ra thu nhập cho người chủ sở hữu. Giữa giá trị tài sản và thu nhập mang lại từ việc sử dụng tài sản có mối quan hệ trực tiếp, vì vậy nếu những yếu tố khác không đổi, thu nhập mang lại từ tài sản cho người sở hữu càng lớn thì giá trị của tài sản càng cao. Cách tiếp cận thu nhập được áp dụng đối với các tài sản tạo ra thu nhập cho người sở hữu, có thể dự báo được thu nhập từ tài sản trong tương lai và tính được tỷ suất vốn hóa hoặc tỷ suất chiết khấu phù hợp.

Cách tiếp cận thu nhập gồm hai phương pháp chính: Phương pháp vốn hóa trực tiếp và Phương pháp dòng tiền chiết khấu. Trong đó:

- Phương pháp vốn hóa trực tiếp được áp dụng trong trường hợp thu nhập từ tài sản là tương đối ổn định (không đổi hoặc thay đổi theo một tỷ lệ nhất định) trong suốt thời gian sử dụng hữu ích còn lại (được tính bằng tuổi đời kinh tế còn lại) của tài sản hoặc vĩnh viễn.

- Phương pháp dòng tiền chiết khấu được áp dụng trong trường hợp thu nhập từ tài sản biến đổi qua các giai đoạn khác nhau (không ổn định), ví dụ như trường hợp một doanh nghiệp vừa bắt đầu hoạt động hoặc một công trình mới bắt đầu xây dựng.

### 3. Phương pháp vốn hóa trực tiếp

a) Công thức:  $V = \frac{I}{R}$

Trong đó:

V: Giá trị tài sản thẩm định giá

I: Thu nhập hoạt động thuần

R: Tỷ suất vốn hóa



b) Các bước tiến hành:

Bước 1: Ước tính thu nhập hoạt động thuần do tài sản mang lại

Bước 2: Xác định tỷ suất vốn hóa

Bước 3: Áp dụng công thức vốn hóa trực tiếp.

4. Xác định thu nhập hoạt động thuần từ tài sản (I):

Công thức xác định thu nhập hoạt động thuần:

$$\begin{array}{r} \text{Thu nhập} \\ \text{hoạt động} \\ \text{thuần} \end{array} = \begin{array}{r} \text{Tổng} \\ \text{thu nhập} \\ \text{tiềm năng} \end{array} - \begin{array}{r} \text{Thất thu do không} \\ \text{sử dụng hết 100\%} \\ \text{công suất và do rủi ro} \\ \text{thanh toán} \end{array} - \begin{array}{r} \text{Chi phí} \\ \text{hoạt động} \end{array}$$

Thẩm định viên xác định tổng thu nhập tiềm năng, thất thu, chi phí hoạt động thông qua các thông tin điều tra khảo sát trên thị trường của các tài sản tương tự, có tham khảo thu nhập và chi phí hoạt động trong quá khứ của tài sản thẩm định giá, xem xét tình hình cung - cầu, triển vọng phát triển của thị trường ngành, lĩnh vực và các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc dự báo tổng thu nhập tiềm năng, thất thu, chi phí hoạt động dự kiến của tài sản thẩm định giá.

- Tổng thu nhập tiềm năng

Tổng thu nhập tiềm năng là tổng số các khoản thu nhập ổn định, hàng năm có được từ việc khai thác hết công suất tài sản. Ví dụ: đối với một tòa nhà văn phòng cho thuê, các khoản thu nhập tiềm năng có thể có được từ việc cho thuê văn phòng, kho bãi, trông giữ xe và các khoản thu nhập tiềm năng khác. Đối với một thiết bị cụ thể, các khoản thu nhập tiềm năng có thể có được từ việc cho nhà đầu tư khác thuê, bán các sản phẩm được tạo ra từ thiết bị đó hoặc các khoản thu nhập tiềm năng khác.

- Thất thu không sử dụng hết 100% công suất và do rủi ro thanh toán:

$$\begin{array}{r} \text{Tổng thất thu không sử} \\ \text{dụng hết 100\% công suất} \\ \text{và do rủi ro thanh toán} \end{array} = \begin{array}{r} \text{Tỷ lệ} \\ \text{thất thu} \end{array} \times \begin{array}{r} \text{Tổng thu nhập} \\ \text{tiềm năng} \end{array}$$



Tỷ lệ thất thu được ước tính từ việc thu thập và phân tích thông tin của các tài sản tương tự trên thị trường.

- Chi phí hoạt động: là những chi phí hàng năm cần thiết cho việc duy trì dòng thu nhập từ tài sản, bao gồm các chi phí phải trả dù có nhận được hay không nhận được thu nhập từ tài sản, chi phí phải trả tùy thuộc mức độ thu nhập nhận được và một số chi phí khác. Chi phí hoạt động không bao gồm khoản hoàn trả tiền vay (vốn và lãi), khấu hao, thuế thu nhập doanh nghiệp (nếu có).

Đối với bất động sản, các khoản chi phí hoạt động có thể bao gồm: chi phí về thuế sử dụng đất phi nông nghiệp; chi phí về bảo hiểm nhà cửa; chi phí quản lý; chi phí điện, nước, gas, dọn vệ sinh; chi phí duy tu; chi phí trông coi; khoản phí bảo dưỡng định kỳ; chi phí hoạt động khác. Trong đó khoản phí bảo dưỡng định kỳ là khoản chi phí bình quân hàng năm (định kỳ) cho việc sửa chữa, thay thế các bộ phận cấu thành trong toàn bộ tuổi đời của tài sản. Ví dụ: mái nhà của một ngôi nhà cần được thay thế sau 20 năm sử dụng thì khoản phí thay thế định kỳ là  $1/20$  chi phí thay mái nhà, trong đó chi phí thay mái nhà được ước tính tại thời điểm sau 20 năm và chiết khấu về hiện tại.

Đối với máy, thiết bị, các khoản chi phí hoạt động bao gồm chi phí bán hàng, chi phí quản lý chung, chi phí tiền thuê, chi phí bảo hiểm, chi phí hoạt động khác.

Ví dụ về cách xác định thu nhập hoạt động thuần tại Phụ lục số 01 ban hành kèm theo Tiêu chuẩn này.

### 5. Xác định tỷ suất vốn hóa ( $R$ )

Tỷ suất vốn hóa được xác định thông qua 03 phương pháp: Phương pháp so sánh, Phương pháp phân tích vốn vay - vốn đầu tư và Phương pháp phân tích khả năng thanh toán nợ.

#### 5.1. Phương pháp so sánh

a) Phương pháp so sánh xác định tỷ suất vốn hóa áp dụng cho tài sản cần thẩm định giá bằng cách so sánh, rút ra từ những tỷ suất vốn hóa của các tài sản tương tự trên thị trường.

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Để áp dụng phương pháp này, thẩm định viên cần phải điều tra, khảo sát thông tin của ít nhất 03 tài sản so sánh trên thị trường, bao gồm các thông tin về giá giao dịch, mục đích sử dụng, điều khoản tài chính, điều kiện thị trường tại thời điểm bán, đặc điểm của người mua, thu nhập hoạt động, chi phí hoạt động, tỷ lệ thất thu do không sử dụng hết 100% công suất, rủi ro thanh toán và các yếu tố liên quan khác. Trong trường hợp các tài sản so sánh có các yếu tố khác biệt với tài sản thẩm định giá thì cần tiến hành điều chỉnh các yếu tố khác biệt này.

Cách tính thu nhập hoạt động thuần, chi phí hoạt động áp dụng với các tài sản so sánh phải thống nhất với cách tính áp dụng với tài sản thẩm định. Giá giao dịch của tài sản so sánh phải phản ánh được điều kiện thị trường hiện tại cũng như điều kiện thị trường tương lai tương tự như của tài sản thẩm định giá.

b) Phương pháp so sánh xác định tỷ suất vốn hóa theo 02 cách:

- Cách 1: Xác định tỷ suất vốn hóa trên cơ sở thu nhập hoạt động thuần và giá giao dịch của các tài sản so sánh.

$$\text{Tỷ suất vốn hóa (R)} = \frac{\text{Thu nhập hoạt động thuần}}{\text{Giá bán}}$$

- Cách 2: Xác định tỷ suất vốn hóa trên cơ sở thu nhập hiệu quả của các tài sản so sánh và giá giao dịch của các tài sản so sánh.

$$\text{Tỷ suất vốn hóa (R)} = \frac{1 - \text{Tỷ lệ chi phí hoạt động}}{\text{Số nhân thu nhập hiệu quả}}$$

Trong đó:

$$\text{Tỷ lệ chi phí hoạt động} = \frac{\text{Chi phí hoạt động}}{\text{Tổng thu nhập hiệu quả}}$$

$$\text{Số nhân thu nhập hiệu quả} = \frac{\text{Giá bán của tài sản so sánh}}{\text{Tổng thu nhập hiệu quả của tài sản so sánh}}$$





$$\text{Tổng thu nhập hiệu quả} = \text{Tổng thu nhập tiềm năng} - \text{Thất thu do không sử dụng hết 100\% công suất và do rủi ro thanh toán}$$

Tỷ lệ chi phí hoạt động có thể xác định được thông qua khảo sát điều tra các tài sản tương tự trên thị trường. Thẩm định viên có thể xác định tỷ lệ chi phí hoạt động và số nhân thu nhập hiệu quả thông qua điều tra ít nhất 03 tài sản tương tự trên thị trường để tổng hợp, rút ra tỷ suất vốn hóa áp dụng cho tài sản thẩm định giá.

Phương pháp so sánh theo Cách 2 thường được áp dụng trong trường hợp không thu thập được các dữ liệu yêu cầu như cách tính trên, thẩm định viên có thể xác định tỷ suất vốn hóa dựa trên mối quan hệ tỷ lệ giữa tỷ lệ chi phí hoạt động và số nhân thu nhập.

## 5.2. Phương pháp phân tích vốn vay - vốn sở hữu

Phương pháp phân tích vốn vay - vốn sở hữu xác định tỷ suất vốn hóa căn cứ vào bình quân gia quyền của hệ số vốn hóa tiền vay  $R_m$  và Tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu  $R_e$ , trong đó quyền số là tỷ trọng vốn huy động từ các nguồn khác nhau đầu tư vào tài sản.

Phương pháp này áp dụng đối với các tài sản được đầu tư bởi nguồn vốn sở hữu và nguồn vốn vay, thẩm định viên phải thu thập được những thông tin liên quan đến 02 nguồn này bao gồm: tỷ lệ vốn sở hữu, tỷ lệ vốn vay, kỳ hạn thanh toán, số kỳ thanh toán, lãi vay, sự kỳ vọng của nhà đầu tư từ khoản đầu tư, khả năng thu hồi vốn đầu tư và các yếu tố khác liên quan.

$$R = M \times R_m + (1-M) \times R_e$$

R: tỷ suất vốn hóa

M: tỷ lệ % vốn vay trên tổng vốn đầu tư

(1-M): tỷ lệ % vốn sở hữu trên tổng vốn đầu tư

$R_m$ : hệ số vốn hóa tiền vay

$R_e$ : tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu

Trong đó:

- Hệ số vốn hóa tiền vay  $R_m$  là tỷ lệ khoản thanh toán nợ hàng năm (bao gồm cả vốn và lãi) trên vốn vay gốc. Hệ số vốn hóa tiền vay được tính bằng cách nhân khoản thanh toán mỗi kỳ (bao gồm cả gốc và lãi) với số kỳ phải thanh toán trong năm và chia cho số tổng số tiền vay gốc.

- Tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu  $R_e$  là tỷ suất dùng để vốn hóa thu nhập từ vốn sở hữu. Tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu  $R_e$  được tính bằng cách chia lợi nhuận vốn chủ sở hữu hàng năm chia cho tổng số vốn sở hữu. Cách xác định tỷ suất vốn hóa vốn sở hữu thường được xác định thông qua khảo sát trên thị trường, phân tích thông tin của các tài sản so sánh.

### 5.3. Phương pháp phân tích khả năng thanh toán nợ

Phương pháp phân tích khả năng thanh toán nợ xác định tỷ suất vốn hóa căn cứ vào tỷ lệ % vốn vay trên tổng vốn đầu tư  $M$ , hệ số vốn hóa tiền vay  $R_m$  và tỷ lệ khả năng hoàn trả nợ DCR.

Phương pháp này áp dụng đối với các tài sản được đầu tư bởi nguồn vốn sở hữu và nguồn vốn vay, thẩm định viên phải thu thập được các thông tin liên quan đến khả năng thanh toán của nhà đầu tư, điều kiện/điều khoản cho vay, tỷ lệ cho vay, kỳ hạn thanh toán, số kỳ thanh toán, lãi vay, thu nhập hoạt động thuần và các yếu tố khác liên quan.

$$\text{Tỷ suất vốn hóa (R)} = M \times R_m \times \text{DCR}$$

Trong đó:

$$\text{DCR} = \frac{\text{Thu nhập hoạt động thuần}}{\text{Khoản thanh toán nợ hàng năm}}$$

$$\text{Khoản thanh toán nợ hàng năm} = \text{Khoản thanh toán mỗi kỳ} \times \text{Số kỳ phải thanh toán trong năm}$$

Khoản thanh toán mỗi kỳ bao gồm cả phần gốc và lãi phải trả mỗi kỳ.

### 6. Phương pháp dòng tiền chiết khấu (DCF)

a) Công thức:

$$V = CF_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

- Trường hợp dòng tiền không đều:

$$V = CF_0 + CF \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

Trường hợp dòng tiền đều:

Trong đó:

V: Giá trị thị trường của tài sản

$CF_t$ : Dòng tiền năm thứ t

CF: Dòng tiền phát sinh đều đặn hàng năm

$CF_0$ : Dòng tiền phát sinh tại thời điểm bắt đầu giai đoạn dự báo dòng tiền (tại thời điểm này có thể chưa phát sinh thu nhập từ tài sản nhưng có thể đã phát sinh chi phí đầu tư ban đầu).

$V_n$ : Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo

n: Giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai

r: Tỷ suất chiết khấu

t: Năm dự báo

b) Các bước tiến hành:

Bước 1: Xác định giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai.

Bước 2: Ước tính dòng tiền thuần trên cơ sở ước tính thu nhập từ tài sản và ước tính chi phí liên quan đến việc khai thác, vận hành tài sản.

Bước 3: Ước tính giá trị tài sản cuối kỳ dự báo.

Bước 4: Ước tính tỷ suất chiết khấu thích hợp.

Bước 5: Xác định giá trị tài sản bằng công thức nêu trên.

c) Xác định giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai (n):

Giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai được xác định trên cơ sở cân nhắc các yếu tố sau:

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

- Trong trường hợp dòng tiền biến động không ổn định, giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai không nên quá dài để có thể ước tính tương đối chính xác các biến động của dòng tiền trong tương lai.

- Giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai cần đủ dài để doanh nghiệp hoặc tài sản cần thẩm định giá đạt đến mức thu nhập tương đối ổn định.

- Tuổi đời kinh tế của tài sản thẩm định giá.

- Giai đoạn dự định nắm giữ tài sản thẩm định giá.

Việc xác định giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai cần căn cứ vào mục đích thẩm định giá, đặc trưng của tài sản thẩm định giá, các thông tin thu thập được và cơ sở giá trị của tài sản thẩm định giá. Ví dụ: Trường hợp mục đích thẩm định giá là để xác định giá trị đầu tư của tài sản thì giai đoạn dự định nắm giữ tài sản là căn cứ được ưu tiên khi xác định giai đoạn dự báo dòng tiền trong tương lai. Trường hợp tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản thẩm định giá là tương đối ngắn thì giai đoạn dự báo dòng tiền có thể là toàn bộ tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản thẩm định giá.

### d) Ước tính thu nhập từ tài sản:

Thu nhập từ tài sản là các khoản tiền mà nhà đầu tư nhận được từ việc đầu tư vào tài sản. Việc ước tính thu nhập được dựa trên cơ sở: đặc điểm kinh tế - kỹ thuật của tài sản thẩm định; thu nhập trong quá khứ của tài sản thẩm định và/hoặc thu nhập của tài sản tương tự; thị trường ngành, lĩnh vực và các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc dự báo tổng thu nhập.

### đ) Ước tính chi phí liên quan đến việc khai thác tài sản:

Chi phí liên quan đến việc khai thác tài sản bao gồm các loại chi phí cần thiết cho việc duy trì thu nhập từ việc khai thác tài sản. Việc ước tính chi phí được dựa trên cơ sở: Đặc điểm kinh tế - kỹ thuật của tài sản thẩm định; chi phí trong quá khứ của tài sản thẩm định và/hoặc chi phí của tài sản tương tự; thị trường ngành, lĩnh vực và các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc dự báo chi phí.

Thông tin thu thập được để xác định dòng tiền có thể là thu nhập hoạt động thuần, tổng thu nhập tiềm năng, tổng thu nhập hiệu quả, tùy thuộc vào thông tin, dữ liệu thu thập được.

Trong trường hợp tài sản thẩm định giá được sử dụng bởi doanh nghiệp thì dòng tiền thuần là dòng tiền trước khi khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp. Trong trường hợp thẩm định giá trị doanh nghiệp thì giá trị doanh nghiệp được xác định trên cơ sở dòng thu nhập sau thuế.


e) Ước tính giá trị cuối kỳ dự báo ( $V_n$ ):

Trong trường hợp tài sản thẩm định giá được tiếp tục sử dụng hoặc doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ tiếp tục hoạt động sau khi kết thúc giai đoạn dự báo (hay kỳ dự báo), thẩm định viên cần xác định phần giá trị tại thời điểm này của tài sản hoặc doanh nghiệp. Giá trị cuối kỳ dự báo có thể coi là giá trị thị trường của tài sản hoặc doanh nghiệp cuối kỳ dự báo. Trong trường hợp giá trị đầu tư, giá trị cuối kỳ dự báo cần phản ánh giá trị còn lại đối với nhà đầu tư cụ thể tiếp tục nắm giữ tài sản sau giai đoạn dự báo.

Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo có thể là giá trị thanh lý tài sản tại thời điểm cuối kỳ dự báo; trong trường hợp tài sản được tiếp tục sử dụng trong các năm tiếp theo của năm cuối kỳ dự báo thì giá trị tài sản cuối kỳ dự báo được xác định bằng cách sử dụng tỷ suất vốn hóa thích hợp để vốn hóa số tiền dự kiến có được từ việc tiếp tục sử dụng này. Tỷ suất vốn hóa này được căn cứ trên tỷ suất chiết khấu của tài sản tại thời điểm cuối kỳ dự báo, đặc điểm của tài sản và dự báo triển vọng của thị trường tại thời điểm đó.

Tuy nhiên, đối với một số tài sản cụ thể có thể có trường hợp giá trị tài sản cuối kỳ dự báo có ít hoặc không có mối liên hệ với dòng tiền trước thời điểm cuối kỳ dự báo, ví dụ một giếng dầu sau khi hết giai đoạn khai thác có thể không còn hoặc có rất ít giá trị sử dụng.

Trong thẩm định giá doanh nghiệp, việc ước tính giá trị tài sản cuối kỳ dự báo được xác định dựa vào mô hình tăng trưởng của doanh nghiệp. Trong trường hợp doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng đều đặn là  $g$  trong các năm tiếp theo của kỳ dự báo, tỷ suất chiết khấu trong giai đoạn cuối của kỳ dự báo là  $r$ , công thức tính giá trị cuối kỳ dự báo là:

$$V_n = \frac{CF_n \times (1+g)}{r-g}$$


THƯ VIỆN  
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Trong đó:

$CF_n$ : Dòng tiền năm thứ n

$V_n$ : Giá trị tài sản cuối kỳ dự báo

n: Thời gian đầu tư dự kiến

r: Tỷ suất chiết khấu

g: Tốc độ tăng trưởng đều đặn sau kỳ dự báo.

g) Ước tính tỷ suất chiết khấu (r):

Tỷ suất chiết khấu cần phản ánh được giá trị biến đổi theo thời gian của tiền tệ và các rủi ro liên quan đến dòng thu nhập dự kiến có được trong tương lai từ việc sử dụng tài sản thẩm định giá.

Việc xác định tỷ suất chiết khấu phụ thuộc vào cơ sở giá trị, loại tài sản thẩm định giá và các dòng tiền được xem xét. Trong trường hợp ước tính giá trị thị trường, tỷ suất chiết khấu cần phản ánh rủi ro đối với đa số đối tượng tham gia thị trường. Trong trường hợp ước tính giá trị đầu tư, tỷ suất chiết khấu cần phản ánh tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư cụ thể và rủi ro của khoản đầu tư này.

Tỷ suất chiết khấu được ước lượng thông qua các thông tin từ thị trường của các tài sản tương tự, có thể là tỷ suất sinh lời trung bình của các loại tài sản đó trên thị trường theo phương pháp thống kê.

Trong trường hợp tài sản thẩm định giá đang được vận hành và khai thác bởi một doanh nghiệp thì có thể cân nhắc sử dụng chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) của doanh nghiệp để làm tỷ suất chiết khấu.

Công thức tính WACC:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times R_e + \frac{D}{E + D} \times R_d (1 - T_c)$$

Trong đó:

WACC: Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

E: Vốn sở hữu



D: Vốn vay

$R_e$ : Chi phí vốn sở hữu

$R_d$ : Chi phí vốn vay

$T_c$ : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Ngoài ra, đối với thẩm định giá doanh nghiệp, thẩm định viên có thể xác định tỷ suất chiết khấu dựa trên công thức sau:

Tỷ suất chiết khấu = Tỷ suất lợi nhuận không rủi ro + Tỷ lệ rủi ro (nếu có)

Trong đó:

- Tỷ suất lợi nhuận không rủi ro được xác định trên cơ sở lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm (hoặc trái phiếu chính phủ kỳ hạn dài nhất tại thời điểm thẩm định giá).

- Tỷ lệ rủi ro được xác định trên cơ sở đánh giá tỷ lệ rủi ro của thị trường giao dịch của nhóm, loại doanh nghiệp cần thẩm định giá và tỷ lệ rủi ro đối với doanh nghiệp cần thẩm định giá.

# TIÊU CHUẨN THẨM ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

## Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 12

(Ban hành kèm theo Thông tư số 122/2017/TT-BTC  
ngày 15/11/2017 của Bộ trưởng Bộ Tài chính)

### I. QUY ĐỊNH CHUNG

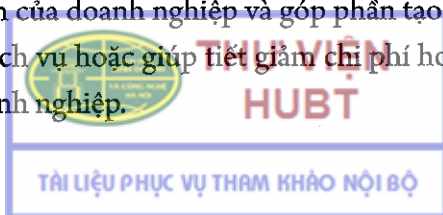
1. Phạm vi điều chỉnh: Tiêu chuẩn này quy định và hướng dẫn thực hiện thẩm định giá doanh nghiệp.

2. Đối tượng áp dụng: Thẩm định viên về giá hành nghề (sau đây gọi chung là thẩm định viên), doanh nghiệp thẩm định giá, các tổ chức và cá nhân khác thực hiện hoạt động thẩm định giá theo quy định của Luật Giá và các quy định khác của pháp luật có liên quan.

3. Khách hàng thẩm định giá và bên thứ ba sử dụng kết quả thẩm định giá (nếu có) theo hợp đồng thẩm định giá đã ký kết phải có những hiểu biết cần thiết về các quy định trong tiêu chuẩn này để hợp tác với doanh nghiệp thẩm định giá trong quá trình thẩm định giá.

#### 4. Giải thích từ ngữ

*Tài sản hoạt động* là những tài sản sử dụng trong quá trình hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp và góp phần tạo ra doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ hoặc giúp tiết giảm chi phí hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp.





*Tài sản phi hoạt động* là những tài sản không tham gia vào hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp, bao gồm: khoản đầu tư vào công ty khác (trừ trường hợp các doanh nghiệp cần thẩm định giá là các công ty đầu tư tài chính) không góp phần tạo ra doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ hoặc không giúp tiết giảm chi phí hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp cần thẩm định giá; các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn; tiền mặt và các khoản tương đương tiền; tài sản thuộc quyền sở hữu, sử dụng của doanh nghiệp không đóng góp vào việc tạo ra thu nhập cho doanh nghiệp nhưng vẫn có giá trị (tài sản chưa khai thác, bằng sáng chế chưa sử dụng, quyền sử dụng đất, quyền thuê đất chưa khai thác...); tài sản thuộc quyền sở hữu, sử dụng của doanh nghiệp có tạo ra thu nhập cho doanh nghiệp nhưng không góp phần tạo ra doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ hoặc không giúp tiết giảm chi phí hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp cần thẩm định giá (quyền sử dụng đất, quyền thuê đất khai thác không đúng với ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp...) và tài sản phi hoạt động khác. Khi xác định giá trị doanh nghiệp bằng cách tiếp cận từ thu nhập cần cộng giá trị của các tài sản phi hoạt động tại thời điểm thẩm định giá với giá trị chiết khấu dòng thu nhập của các tài sản hoạt động tại thời điểm thẩm định giá. Riêng phương pháp chiết khấu cổ tức thì không cộng thêm phần tài sản phi hoạt động là tiền mặt và tương đương tiền.

*Giá trị doanh nghiệp hoạt động liên tục* là giá trị doanh nghiệp đang hoạt động với giả thiết doanh nghiệp sẽ tiếp tục hoạt động sau thời điểm thẩm định giá.

*Giá trị doanh nghiệp hoạt động có thời hạn* là giá trị doanh nghiệp đang hoạt động với giả thiết tuổi đời của doanh nghiệp là hữu hạn do doanh nghiệp buộc phải chấm dứt hoạt động sau một thời điểm được xác định trong tương lai.

*Giá trị doanh nghiệp thanh lý* là giá trị doanh nghiệp với giả thiết các tài sản của doanh nghiệp sẽ được bán riêng lẻ và doanh nghiệp sẽ sớm chấm dứt hoạt động sau thời điểm thẩm định giá.

## II. NỘI DUNG TIÊU CHUẨN

### 1. Lựa chọn cơ sở giá trị và sử dụng báo cáo tài chính trong thẩm định giá doanh nghiệp

#### 1.1. Cơ sở giá trị trong thẩm định giá doanh nghiệp

Cơ sở giá trị doanh nghiệp là cơ sở giá trị thị trường hoặc cơ sở giá trị phi thị trường. Cơ sở giá trị doanh nghiệp được xác định trên cơ sở mục đích thẩm định giá, đặc điểm pháp lý, đặc điểm kinh tế - kỹ thuật và đặc điểm thị trường của doanh nghiệp cần thẩm định giá, yêu cầu của khách hàng thẩm định giá tại hợp đồng thẩm định giá (nếu phù hợp với mục đích thẩm định giá) và quy định của pháp luật có liên quan. Các nội dung khác thực hiện theo quy định tại Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 2 và số 3.

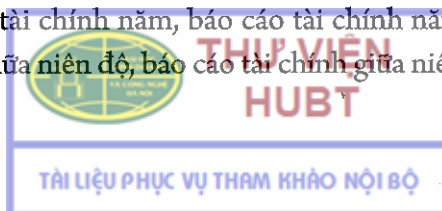
Căn cứ vào triển vọng thực tế của doanh nghiệp, thị trường kinh doanh của doanh nghiệp, mục đích thẩm định giá và quy định của pháp luật, thẩm định viên đưa ra nhận định về tình trạng hoạt động, tình trạng giao dịch (thực tế hoặc giả thiết) của doanh nghiệp cần thẩm định giá sau thời điểm thẩm định giá. Thông thường giá trị của doanh nghiệp là giá trị doanh nghiệp hoạt động liên tục. Trong trường hợp thẩm định viên nhận định rằng doanh nghiệp sẽ chấm dứt hoạt động sau thời điểm thẩm định giá thì giá trị của doanh nghiệp sẽ là giá trị doanh nghiệp hoạt động có thời hạn hoặc giá trị thanh lý.

Việc áp dụng các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp cần phù hợp với cơ sở giá trị doanh nghiệp và nhận định của thẩm định viên về trạng thái hoạt động của doanh nghiệp tại và sau thời điểm thẩm định giá.

#### 1.2. Sử dụng báo cáo tài chính trong thẩm định giá doanh nghiệp

a) Báo cáo tài chính được sử dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp

Báo cáo tài chính được sử dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp bao gồm: báo cáo tài chính năm, báo cáo tài chính năm được kiểm toán, báo cáo tài chính giữa niên độ, báo cáo tài chính giữa niên độ được soát xét,



báo cáo tài chính tại thời điểm thẩm định giá được kiểm toán. Trong đó, đối với cùng một số liệu, chỉ tiêu, thứ tự ưu tiên như sau:

- Số liệu, chỉ tiêu tại báo cáo tài chính gần nhất với thời điểm thẩm định giá được ưu tiên sử dụng.

- Tại cùng một thời điểm, số liệu, chỉ tiêu tại báo cáo tài chính được kiểm toán, soát xét được ưu tiên sử dụng.

Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá là công ty mẹ và có báo cáo hợp nhất tại thời điểm thẩm định giá thì thẩm định viên cần xem xét cả báo cáo tài chính hợp nhất và báo cáo tài chính riêng của công ty mẹ và công ty con để sử dụng cho phù hợp với cách tiếp cận và phương pháp thẩm định giá lựa chọn, ưu tiên sử dụng báo cáo tài chính riêng.

#### b) Một số lưu ý khi sử dụng báo cáo tài chính

- Thẩm định viên nên đối chiếu, kiểm tra tính chính xác để bảo đảm độ tin cậy, trường hợp cần thiết, thẩm định viên yêu cầu doanh nghiệp điều chỉnh lại báo cáo tài chính và sổ sách kế toán chính xác trước khi đưa vào phân tích thông tin, áp dụng các cách tiếp cận và phương pháp thẩm định giá. Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá không điều chỉnh thì thẩm định viên có thể xác định chênh lệch và có phân tích rõ nội dung, căn cứ xác định chênh lệch và ghi rõ trong Báo cáo kết quả thẩm định giá.

- Khi sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính chưa được kiểm toán, soát xét mà không thực hiện đối chiếu, kiểm tra tính chính xác của các số liệu, thẩm định viên phải nêu rõ hạn chế này trong phần hạn chế của Chứng thư và Báo cáo kết quả thẩm định giá để khách hàng thẩm định giá và người sử dụng kết quả thẩm định giá được biết.

- Đối với phương pháp trong cách tiếp cận từ thị trường: khi sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp cần thẩm định giá, doanh nghiệp so sánh để tính toán các chỉ tiêu: lãi cơ bản trên một cổ phiếu (EPS), lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA) trong tính toán các tỷ số thị trường nhằm mục đích thẩm định giá, thẩm định viên cần cân nhắc điều chỉnh để loại trừ thu nhập và chi phí của các tài sản phi hoạt động, các khoản chi phí, thu nhập bất thường, không mang tính thường xuyên.

- Đối với phương pháp trong cách tiếp cận từ chi phí, cách tiếp cận từ thu nhập: khi sử dụng số liệu về lợi nhuận từ báo cáo tài chính trong các năm gần nhất của doanh nghiệp cần thẩm định giá nhằm mục đích dự báo dòng thu nhập hàng năm của doanh nghiệp cần thẩm định giá, thẩm định viên cần cân nhắc loại trừ thu nhập và chi phí của các tài sản phi hoạt động, các khoản chi phí, thu nhập bất thường, không mang tính thường xuyên.

- Các khoản chi phí, lợi nhuận không mang tính thường xuyên bao gồm: các khoản chi phí liên quan đến việc tái cấu trúc doanh nghiệp; các khoản tăng, giảm ghi nhận khi bán tài sản; thay đổi các nguyên tắc hạch toán kế toán; ghi nhận giảm giá hàng tồn kho; suy giảm lợi thế thương mại; xóa sổ nợ; tổn thất hoặc lợi ích từ các quyết định của tòa án và các khoản lợi nhuận, chi phí không thường xuyên khác. Các khoản mục này khi điều chỉnh phải xem xét đến tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp (nếu có).

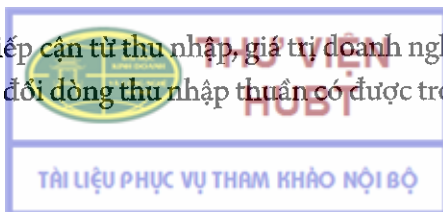
## 2. Các cách tiếp cận và phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp

Các cách tiếp cận áp dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp bao gồm: cách tiếp cận từ thị trường, cách tiếp cận từ chi phí và cách tiếp cận từ thu nhập. Doanh nghiệp thẩm định giá có thể sử dụng tất cả các cách tiếp cận để thẩm định giá doanh nghiệp.

- Trong cách tiếp cận từ thị trường, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua giá trị của doanh nghiệp tương tự hoặc giống hệt với doanh nghiệp cần thẩm định giá về các yếu tố: ngành nghề kinh doanh chính; khách hàng và thị trường tiêu thụ; các chỉ số tài chính hoặc giá giao dịch đã thành công của chính doanh nghiệp cần thẩm định giá. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận từ thị trường để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp tỷ số bình quân và phương pháp giá giao dịch.

- Trong cách tiếp cận từ chi phí, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua giá trị các tài sản của doanh nghiệp. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận từ chi phí để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp tài sản.

- Trong cách tiếp cận từ thu nhập, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua việc quy đổi dòng thu nhập thuần có được trong tương lai về giá



trị hiện tại. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận từ thu nhập để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp, phương pháp chiết khấu dòng cổ tức và phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu.

### 3. Phương pháp tỷ số bình quân

#### 3.1. Phương pháp tỷ số bình quân ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá thông qua tỷ số thị trường trung bình của các doanh nghiệp so sánh

Doanh nghiệp so sánh là doanh nghiệp thỏa mãn các điều kiện sau:

- Tương tự với doanh nghiệp cần thẩm định giá về các yếu tố: ngành nghề kinh doanh chính; khách hàng và thị trường tiêu thụ; các chỉ số tài chính.
- Có cổ phần được giao dịch thành công trên thị trường tại thời điểm thẩm định giá hoặc gần thời điểm thẩm định giá nhưng không quá 01 năm tính đến thời điểm thẩm định giá.

Các tỷ số thị trường được sử dụng trong phương pháp tỷ số bình quân bao gồm: tỷ số giá trên thu nhập bình quân ( $\frac{P}{E}$ ), tỷ số giá trên doanh thu bình quân ( $\frac{P}{S}$ ), tỷ số giá trên giá trị sổ sách bình quân ( $\frac{P}{B}$ ), tỷ số giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao bình quân ( $\frac{EV}{EBITDA}$ ).

#### 3.2. Trường hợp áp dụng phương pháp tỷ số bình quân

Có ít nhất 03 doanh nghiệp so sánh. Ưu tiên các doanh nghiệp so sánh là các doanh nghiệp đã niêm yết trên sàn chứng khoán hoặc đăng ký giao dịch trên UPCoM.

#### 3.3. Nguyên tắc thực hiện

- Cách thức xác định các chỉ số tài chính, tỷ số thị trường phải nhất quán đối với tất cả các doanh nghiệp so sánh và doanh nghiệp cần thẩm định giá.

- Các chỉ số tài chính, tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh được thu thập từ các nguồn khác nhau phải được rà soát, điều chỉnh để bảo

đảm tính nhất quán về cách thức xác định trước khi đưa vào sử dụng trong thẩm định giá.

### **3.4. Các bước xác định giá trị doanh nghiệp**

- Bước 1: Đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh.
- Bước 2: Xác định tỷ số thị trường được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá.
- Bước 3: Ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá.

### **3.5. Đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh**

Tiêu chí đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh bao gồm:

(i) Doanh nghiệp so sánh phải tương tự với doanh nghiệp cần thẩm định giá về các yếu tố: ngành nghề kinh doanh chính; nhóm khách hàng và thị trường tiêu thụ. Trong nhiều trường hợp, các doanh nghiệp tương tự với doanh nghiệp cần thẩm định giá về các yếu tố này có thể được lựa chọn từ các đối thủ cạnh tranh của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

(ii) Doanh nghiệp so sánh phải tương tự với doanh nghiệp cần thẩm định giá về các chỉ số tài chính, bao gồm:

- Chỉ số phản ánh quy mô của doanh nghiệp: vốn điều lệ, doanh thu, lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ.
- Chỉ số phản ánh khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp: tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp trung bình trong 03 năm gần nhất.
- Chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA).

Thẩm định viên tiến hành đánh giá theo các tiêu chí trên để lựa chọn được ít nhất 03 doanh nghiệp so sánh. Tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh này được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá. Số lượng doanh nghiệp so sánh càng nhiều thì độ tin cậy của các tỷ số thị trường bình quân càng cao.

### 3.6. Xác định tỷ số thị trường được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cân thẩm định giá

Thẩm định viên xác định các tỷ số thị trường của doanh nghiệp so sánh, bao gồm:  $\frac{P}{E}, \frac{P}{B}, \frac{P}{S}, \frac{EV}{EBITDA}$ . Khi thẩm định giá các công ty tài chính, ngân hàng, thẩm định viên có thể không cần xác định tỷ số thị trường  $\frac{P}{S}$ .

Lưu ý khi xác định các tỷ số thị trường:

- Giá cổ phần của doanh nghiệp so sánh được lấy là mức giá đóng cửa trong ngày giao dịch gần nhất của các cổ phần này trên thị trường chứng khoán tại thời điểm thẩm định giá. Trong trường hợp cổ phần của doanh nghiệp so sánh chưa niêm yết trên sàn chứng khoán hoặc chưa đăng ký giao dịch trên UPCoM, giá cổ phần của doanh nghiệp so sánh là giá cổ phần của doanh nghiệp này được giao dịch thành công trên thị trường gần nhất với thời điểm thẩm định giá nhưng không quá 01 năm tính đến thời điểm thẩm định giá.

- Giá trị sổ sách của cổ phần trong chỉ số  $\frac{P}{B}$  cần lưu ý trừ phần giá trị sổ sách của tài sản cố định vô hình (không bao gồm quyền sử dụng đất, quyền khai thác tài sản trên đất) để hạn chế tác động của quy định về hạch toán kế toán đối với tài sản cố định vô hình có thể làm sai lệch kết quả thẩm định giá trong trường hợp các doanh nghiệp so sánh, doanh nghiệp cần thẩm định giá có tài sản cố định vô hình trong bảng cân đối kế toán. Trong trường hợp không trừ phần giá trị sổ sách của tài sản cố định vô hình phải nêu rõ lý do.

- Tham số giá trị thị trường của các doanh nghiệp so sánh (EV) trong tỷ số thị trường  $\frac{EV}{EBITDA}$  được tính theo công thức sau:

Giá trị thị trường của doanh nghiệp	=	Vốn hóa thị trường của cổ phần thường	+	Giá trị các khoản nợ	+	Giá trị cổ phần ưu đãi (nếu có)	+	Lợi ích của cổ đông không nắm quyền kiểm soát (nếu có)	-	Giá trị tiền và các khoản tương đương tiền
-------------------------------------	---	---------------------------------------	---	----------------------	---	---------------------------------	---	--	---	--

Trong đó:

+ Giá trị các khoản nợ, giá trị cổ phần ưu đãi, lợi ích của cổ đông không nắm quyền kiểm soát, giá trị tiền và các khoản tương đương tiền được xác định theo giá trị sổ sách kế toán.

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

+ Trường hợp doanh nghiệp có phát hành chứng khoán chuyển đổi, chứng khoán quyền chọn, thẩm định viên cân nhắc việc chuyển đổi các chứng khoán này sang cổ phần thường nếu phù hợp khi xác định vốn hóa thị trường của doanh nghiệp.

- EBITDA của doanh nghiệp so sánh không bao gồm các khoản thu nhập từ tiền và các khoản tương đương tiền.

### 3.7. Ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá

a) Xác định tỷ số thị trường bình quân cho từng tỷ số thị trường:

Tỷ số thị trường bình quân có thể được xác định bằng trung bình cộng tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh hoặc xác định bằng việc tính bình quân có trọng số tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh. Việc xác định trọng số tỷ số thị trường cho từng doanh nghiệp so sánh có thể dựa trên phân tích về đặc thù phát triển ngành, khả năng phát triển của từng doanh nghiệp.

b) Xác định giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá theo từng tỷ số thị trường bình quân:

- Xác định giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá theo tỷ số thị trường  $\frac{EV}{EBITDA}$ :

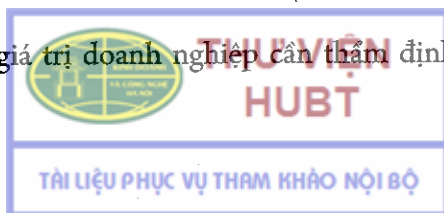
$$\begin{array}{l} \text{Giá trị thị} \\ \text{trường doanh} \\ \text{nghiệp cần} \\ \text{thẩm định giá} \end{array} = \begin{array}{l} \text{EBITDA của} \\ \text{doanh nghiệp} \\ \text{cần thẩm} \\ \text{định giá} \end{array} \times \begin{array}{l} \frac{EV}{EBITDA} \text{ bình quân} \\ \text{của các doanh} \\ \text{nghiệp so sánh} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Giá trị tiền} \\ \text{và các khoản} \\ \text{tương} \\ \text{đương tiền} \end{array}$$

Trong đó EBITDA của doanh nghiệp cần thẩm định giá không bao gồm các khoản thu nhập từ tiền và các khoản tương đương tiền.

- Xác định giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá theo tỷ số thị trường

$$\frac{P}{E}, \frac{P}{B}, \frac{P}{S} :$$

+ Xác định giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá theo tỷ số thị trường  $\frac{P}{E}$ :





$$\text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá} = \text{Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp 4 quý gần nhất của doanh nghiệp cần thẩm định giá} \times \frac{P}{E} \text{ bình quân của các doanh nghiệp so sánh}$$

+ Xác định giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá theo tỷ số thị trường —:

$$\text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá} = \text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá gần nhất thời điểm thẩm định giá} \times \frac{P}{B} \text{ bình quân của các doanh nghiệp so sánh}$$

+ Xác định giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá theo tỷ số thị trường  $\frac{P}{S}$ :

$$\text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá} = \text{Doanh thu thuần 4 quý gần nhất của doanh nghiệp cần thẩm định giá} \times \frac{P}{S} \text{ bình quân của các doanh nghiệp so sánh}$$

+ Giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính toán theo công thức sau:

$$\text{Giá trị thị trường của doanh nghiệp} = \text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp} + \text{Giá trị các khoản nợ}$$

Trong đó: Giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo giá thị trường nếu có chứng cứ thị trường, nếu không có thì xác định theo giá trị sổ sách kế toán.

c) Ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá theo phương pháp tỷ số bình quân:

Giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá theo phương pháp tỷ số bình quân có thể được xác định bằng trung bình cộng các kết quả giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo từng tỷ số thị trường bình quân hoặc xác định bằng việc tính bình quân có trọng số của các kết quả. Việc xác định trọng số cho từng kết quả giá trị có thể dựa trên đánh giá mức độ tương đồng giữa các doanh nghiệp so sánh đối với từng loại tỷ số

thị trường được sử dụng để tính toán kết quả giá trị đó theo nguyên tắc: tỷ số thị trường nào có mức độ tương đồng càng cao giữa các doanh nghiệp so sánh thì kết quả giá trị sử dụng tỷ số thị trường đó có trọng số càng lớn.

#### 4. Phương pháp giá giao dịch

4.1. Phương pháp giá giao dịch ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá thông qua giá giao dịch chuyển nhượng phần vốn góp hoặc chuyển nhượng cổ phần thành công trên thị trường của chính doanh nghiệp cần thẩm định giá.

##### 4.2. Trường hợp áp dụng phương pháp giá giao dịch

Doanh nghiệp cần thẩm định giá có ít nhất 03 giao dịch chuyển nhượng phần vốn góp hoặc chuyển nhượng cổ phần thành công trên thị trường, đồng thời, thời điểm diễn ra giao dịch không quá 01 năm tính đến thời điểm thẩm định giá.

##### 4.3. Nguyên tắc áp dụng

Thẩm định viên cần cân nhắc điều chỉnh giá các giao dịch thành công cho phù hợp với thời điểm thẩm định giá nếu cần thiết.

##### 4.4. Ước tính giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo công thức xác định giá trị thị trường của doanh nghiệp như sau:

$$\text{Giá trị thị trường của doanh nghiệp} = \text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp} + \text{Giá trị các khoản nợ}$$

Trong đó:

+ Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính theo giá bình quân theo khối lượng giao dịch của ít nhất 03 giao dịch thành công của việc chuyển nhượng phần vốn góp hoặc cổ phần gần nhất trước với thời điểm thẩm định giá.

Riêng trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá là doanh nghiệp đã niêm yết cổ phần trên sàn chứng khoán, đăng ký giao dịch trên UPCoM,

giá cổ phần để tính giá thị trường vốn chủ sở hữu là giá đóng cửa bình quân theo khối lượng giao dịch 15 ngày giao dịch gần nhất trước thời điểm thẩm định giá. Trường hợp các giao dịch trước thời điểm thẩm định giá có dấu hiệu bất thường, thẩm định viên có thể xem xét cả các giao dịch 15 ngày giao dịch gần nhất sau thời điểm thẩm định giá.

+ Giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo giá thị trường nếu có chứng cứ thị trường, nếu không có thì xác định theo giá trị sổ sách kế toán.

## 5. Phương pháp tài sản

5.1. Phương pháp tài sản là phương pháp ước tính giá trị của doanh nghiệp cần thẩm định giá thông qua tính tổng giá trị thị trường của các tài sản thuộc quyền sở hữu và sử dụng của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

### 5.2. Nguyên tắc thực hiện

- Tài sản được xem xét trong quá trình thẩm định giá là tất cả các tài sản của doanh nghiệp, bao gồm cả tài sản hoạt động và tài sản phi hoạt động.

- Khi thẩm định giá doanh nghiệp theo cơ sở giá trị thị trường thì giá trị các tài sản của doanh nghiệp là giá trị thị trường của tài sản đó tại thời điểm thẩm định giá. Tài sản trong sổ sách kế toán cần được thẩm định giá đúng với giá trị thị trường, một số trường hợp cá biệt được thực hiện theo hướng dẫn tại Mục 5.4.

- Tài sản vô hình không thỏa mãn các điều kiện để được ghi nhận trên sổ sách kế toán (tên thương mại, nhãn hiệu, sáng chế, kiểu dáng công nghiệp...) và các tài sản không được ghi nhận trên sổ sách kế toán cần được áp dụng phương pháp thẩm định giá phù hợp để xác định.

- Đối với tài sản được hạch toán bằng ngoại tệ: Tỷ giá ngoại tệ được xác định theo tỷ giá mua ngoại tệ của ngân hàng thương mại nơi doanh nghiệp có giá trị giao dịch ngoại tệ lớn nhất tại thời điểm thẩm định giá. Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá không có giao dịch ngoại tệ tại thời điểm thẩm định giá thì xác định theo tỷ giá trung tâm do Ngân hàng Nhà nước công bố áp dụng tại thời điểm thẩm định giá.

### 5.3. Các bước tiến hành

- Bước 1: Ước tính tổng giá trị các tài sản hữu hình và tài sản tài chính của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

- Bước 2: Ước tính tổng giá trị các tài sản vô hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

- Bước 3: Ước tính giá trị của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

### 5.4. Ước tính tổng giá trị các tài sản hữu hình và tài sản tài chính của doanh nghiệp cần thẩm định giá

Tổng giá trị các tài sản hữu hình và tài sản tài chính của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính bằng tổng giá trị của các tài sản hữu hình và tài sản tài chính của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

Việc ước tính giá thị trường các tài sản hữu hình và tài sản tài chính của doanh nghiệp được thực hiện theo các tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam về cách tiếp cận từ thị trường, cách tiếp cận từ chi phí, cách tiếp cận từ thu nhập và tiêu chuẩn thẩm định giá bất động sản. Ngoài ra, thẩm định viên có thể thực hiện theo hướng dẫn như sau:

#### a) Xác định giá trị tài sản cố định hữu hình:

- Đối với tài sản cố định hữu hình là nhà cửa, vật kiến trúc, bất động sản đầu tư:

+ Đối với công trình xác định được quy mô công trình và đơn giá hoặc suất vốn đầu tư: xác định theo phương pháp chi phí tái tạo tại Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam về cách tiếp cận từ chi phí.

+ Đối với công trình mới hoàn thành đầu tư xây dựng trong 03 năm trước thời điểm thẩm định giá thì sử dụng giá trị quyết toán công trình đã được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt. Trường hợp chưa có giá trị quyết toán thì sử dụng giá tạm tính trên sổ sách kế toán, đồng thời phải nêu rõ hạn chế này trong Chứng thư thẩm định giá và Báo cáo kết quả thẩm định giá.

+ Đối với các công trình đặc thù không xác định được quy mô công trình hoặc đơn giá xây dựng, suất vốn đầu tư: tính theo nguyên giá sổ sách

kế toán có tính đến yếu tố trượt giá trừ đi giá trị hao mòn tại thời điểm thẩm định giá.

- Đối với tài sản cố định là máy móc, phương tiện vận tải, thiết bị truyền dẫn, thiết bị, dụng cụ quản lý:

+ Đối với tài sản đặc thù là tài sản không có tài sản tương đương giao dịch trên thị trường, không có đủ hồ sơ đầu tư, hồ sơ kỹ thuật và không còn được sản xuất: giá trị các tài sản này được xác định theo nguyên giá số sách kế toán trừ đi giá trị hao mòn tại thời điểm thẩm định giá.

b) Xác định giá trị công cụ, dụng cụ:

- Giá trị công cụ, dụng cụ có thể xác định theo giá trị tại sổ sách kế toán hoặc được xác định như sau:

Giá trị công cụ, dụng cụ được xác định theo giá giao dịch trên thị trường của tài sản so sánh; khi không thu thập được giá giao dịch trên thị trường của tài sản so sánh thì xác định theo giá giao dịch của công cụ dụng cụ mới cùng loại hoặc có tính năng tương đương hoặc theo giá mua ban đầu theo dõi trên sổ kế toán trừ đi giá trị hao mòn tại thời điểm thẩm định giá.

- Trường hợp giá trị công cụ, dụng cụ được xác định theo giá trị tại sổ sách kế toán, thẩm định viên phải nêu rõ hạn chế này trong phần hạn chế của Chứng thư thẩm định giá và Báo cáo kết quả thẩm định giá.

c) Xác định giá trị đối với chi phí sản xuất kinh doanh dở dang, nguyên vật liệu, hàng tồn kho:

- Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang được xác định theo chi phí thực tế phát sinh đang hạch toán trên sổ kế toán. Trường hợp chi phí sản xuất kinh doanh dở dang trong xây dựng cơ bản gắn liền với việc tạo ra các bất động sản hình thành trong tương lai thì được xác định lại theo các tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam về cách tiếp cận từ thị trường và/ hoặc cách tiếp cận từ chi phí và/ hoặc cách tiếp cận từ thu nhập và/ hoặc theo tiêu chuẩn thẩm định giá bất động sản.

- Nguyên vật liệu, hàng tồn kho

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

+ Hàng hóa tồn kho, nguyên vật liệu, công cụ dụng cụ tồn kho phục vụ nhu cầu hoạt động, sản xuất bình thường, đang luân chuyển được xác định bằng chi phí thực tế phát sinh trên sổ kế toán.

+ Trường hợp hàng tồn kho là hàng hóa, thành phẩm bất động sản thì giá trị các bất động sản này có thể được xác định theo các tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam về cách tiếp cận từ thị trường, cách tiếp cận từ chi phí, cách tiếp cận từ thu nhập, thẩm định giá bất động sản.

+ Trường hợp hàng tồn kho, nguyên vật liệu, công cụ dụng cụ tồn kho lâu ngày do lỗi sản xuất, sản phẩm dở dang không tiếp tục hoàn thiện do không tiêu thụ được, do thay đổi sản phẩm sản xuất... dẫn đến kém phẩm chất cần yêu cầu doanh nghiệp phân loại để thẩm định theo giá trị thu hồi theo nguyên tắc sử dụng tốt nhất hiệu quả nhất.

d) Xác định giá trị tài sản bằng tiền:

- Tiền mặt được xác định theo biên bản kiểm quỹ của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

- Tiền gửi được xác định theo số dư đã đối chiếu xác nhận hoặc số phụ với ngân hàng nơi doanh nghiệp cần thẩm định giá mở tài khoản tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp.

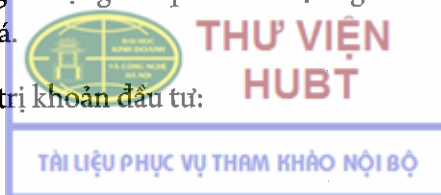
- Tiền mặt và tiền gửi là ngoại tệ được xác định theo nguyên tắc tại Mục 5.2 Tiêu chuẩn này.

đ) Xác định giá trị các khoản phải thu, phải trả:

- Giá trị các khoản phải thu được xác định theo số dư thực tế trên sổ kế toán. Đối với các khoản phải thu không có khả năng thu hồi được, thẩm định viên phải nêu rõ các khoản này kèm theo lý do có thể không thu hồi được trong phân hạn chế của Chứng thư thẩm định giá và Báo cáo kết quả thẩm định giá.

- Trường hợp không có đối chiếu công nợ, thẩm định viên cần nêu rõ trong phân hạn chế của Chứng thư thẩm định giá, Báo cáo kết quả thẩm định giá để đối tượng sử dụng kết quả thẩm định giá cân nhắc khi sử dụng kết quả thẩm định giá.

e) Xác định giá trị khoản đầu tư:



Các khoản đầu tư của doanh nghiệp cần được xác định giá trị thị trường tại thời điểm thẩm định giá như sau:

- Trường hợp doanh nghiệp (mà doanh nghiệp cần thẩm định giá đầu tư góp vốn, mua cổ phần) có các giao dịch chuyển nhượng vốn hoặc cổ phần thành công trên thị trường, giá trị các khoản đầu tư góp vốn, mua cổ phần được xác định theo giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp mà doanh nghiệp cần thẩm định giá đã đầu tư trong đó giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp mà doanh nghiệp cần thẩm định giá đã đầu tư được xác định theo các phương pháp nêu tại Mục 2 của Tiêu chuẩn này hoặc được xác định như sau:

+ Trường hợp cổ phần của các doanh nghiệp chưa niêm yết trên sàn chứng khoán hoặc chưa đăng ký giao dịch trên UPCoM, đồng thời các giao dịch chuyển nhượng vốn hoặc cổ phần thành công trên thị trường thỏa mãn cả 2 điều kiện: (i) trên 51% số vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp được chuyển nhượng trong tổng các giao dịch; (ii) thời điểm các giao dịch không quá 01 năm tính đến thời điểm thẩm định giá; thì giá trị các khoản đầu tư của doanh nghiệp cần thẩm định giá có thể được xác định theo giá chuyển nhượng bình quân theo khối lượng của các giao dịch gần nhất trước thời điểm thẩm định giá.

+ Trường hợp khoản đầu tư là cổ phần của các doanh nghiệp đã niêm yết trên sàn chứng khoán hoặc đã đăng ký giao dịch trên UPCoM thì giá trị các khoản đầu tư được xác định theo giá cổ phần là giá đóng cửa bình quân theo khối lượng giao dịch 15 ngày giao dịch gần nhất trước với thời điểm thẩm định giá. Trường hợp các giao dịch trước thời điểm thẩm định giá có dấu hiệu bất thường, thẩm định viên có thể xem xét cả các giao dịch 15 ngày giao dịch gần nhất sau thời điểm thẩm định giá.

- Trường hợp doanh nghiệp (mà doanh nghiệp cần thẩm định giá đầu tư góp vốn, mua cổ phần) không có các giao dịch chuyển nhượng vốn hoặc cổ phần thành công trên thị trường, giá trị các khoản đầu tư góp vốn, mua cổ phần được xác định như sau:

+ Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá nắm giữ 100% phần vốn của các doanh nghiệp được đầu tư, góp vốn: giá trị khoản đầu tư được

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

xác định theo giá trị của doanh nghiệp được đầu tư, góp vốn và được xác định theo các phương pháp nêu tại Mục 2 của Tiêu chuẩn này.

+ Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá nắm giữ từ 51 % đến dưới 100% phần vốn của các doanh nghiệp được đầu tư, góp vốn: Giá trị các khoản đầu tư được xác định theo giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp mà doanh nghiệp cần thẩm định giá đã đầu tư trong đó giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp mà doanh nghiệp cần thẩm định giá đã đầu tư được xác định theo các phương pháp nêu tại Mục 2 của Tiêu chuẩn này, ngoài ra có thể được xác định theo hướng sau:

(i) Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ: chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu có thể được ước tính trên cơ sở tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân 5 năm gần nhất, dòng tiền thuần vốn chủ có thể được dự báo trên cơ sở số liệu lợi nhuận dành cho chủ sở hữu, tốc độ tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu 5 năm gần nhất.

(ii) Đối với phương pháp tỷ số  $\frac{P}{B}, \frac{P}{E}$ , bình quân: các tỷ số  $\frac{P}{B}, \frac{P}{E}$ , bình quân có thể được ước tính trên cơ sở tỷ số, của ít nhất 03 doanh nghiệp có cùng ngành sản xuất, kinh doanh.

(iii) Trường hợp không xác định được theo 2 phương pháp trên, giá trị khoản đầu tư có thể được xác định trên cơ sở: tỷ lệ vốn đầu tư của doanh nghiệp cần thẩm định giá trên vốn điều lệ hoặc tổng số vốn thực góp tại các doanh nghiệp khác và giá trị vốn chủ sở hữu tại các doanh nghiệp khác theo báo cáo tài chính đã được kiểm toán. Trường hợp chưa kiểm toán thì căn cứ vào giá trị vốn chủ sở hữu theo báo cáo tài chính tại thời điểm gần nhất của doanh nghiệp đó để xác định.

+ Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá nắm giữ dưới 51% phần vốn của các doanh nghiệp được đầu tư, góp vốn: giá trị các khoản đầu tư có thể được xác định theo hướng dẫn tại điểm (iii), đồng thời phải nêu rõ trong phần hạn chế của Chứng thư và Báo cáo kết quả thẩm định giá. Tuy nhiên, khuyến khích các thẩm định viên xác định theo các phương pháp nêu tại Mục 2 của Tiêu chuẩn này hoặc theo hướng dẫn tại điểm (i) và (ii).

g) Xác định chi phí xây dựng cơ bản dở dang, các khoản ký quỹ, ký cược ngắn hạn và dài hạn theo sổ sách kế toán.



h) Giá trị tài sản tài chính dưới dạng hợp đồng được ưu tiên áp dụng phương pháp chiết khấu dòng thu nhập trong tương lai.

5.5. Ước tính tổng giá trị các tài sản vô hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá

Tài sản vô hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá bao gồm những tài sản cố định vô hình đã được ghi nhận trong sổ sách kế toán và các tài sản vô hình khác được xác định thỏa mãn điều kiện quy định tại điểm 3.1 Mục 3 của Tiêu chuẩn Thẩm định giá tài sản vô hình.

Tổng giá trị các tài sản vô hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định thông qua một trong các phương pháp sau:

a) Phương pháp 1: Ước tính tổng giá trị các tài sản vô hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá thông qua việc ước tính giá trị của từng tài sản vô hình có thể xác định và giá trị của tài sản vô hình không xác định được (các tài sản vô hình còn lại).

Giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính bằng tổng giá trị của các tài sản vô hình có thể xác định được và giá trị tài sản vô hình không xác định được.

Thẩm định viên thực hiện xác định giá trị của từng tài sản vô hình có thể xác định được theo quy định tại Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 13. Riêng giá trị quyền sử dụng đất, quyền thuê đất được xác định theo quy định tại Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam về cách tiếp cận từ thị trường, cách tiếp cận từ thu nhập và thẩm định giá bất động sản.

Thẩm định viên xác định giá trị của các tài sản vô hình không xác định được (các tài sản vô hình còn lại) thông qua các bước sau:

Bước 1: Ước tính tổng giá trị thị trường của các tài sản hữu hình và tài sản vô hình xác định được tham gia vào quá trình tạo ra thu nhập cho doanh nghiệp cần thẩm định giá. Giá trị thị trường của các tài sản này được xác định theo quy định tại Mục 5.4 Tiêu chuẩn này và các hướng dẫn tại Hệ thống Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam.

Bước 2: Ước tính mức thu nhập mà doanh nghiệp cần thẩm định giá có thể đạt được hàng năm. Mức thu nhập này là mức thu nhập trong điều

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

kiện hoạt động bình thường của doanh nghiệp cần thẩm định giá, được ước tính trên cơ sở kết quả đạt được của doanh nghiệp cần thẩm định giá trong 03 năm gần nhất, có tính đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp sau khi đã loại trừ các yếu tố bất thường ảnh hưởng đến thu nhập như: các khoản thu nhập tăng giảm từ thanh lý tài sản cố định, đánh giá lại tài sản tài chính, rủi ro tỷ giá...

Bước 3: Ước tính tỷ suất lợi nhuận phù hợp cho các tài sản hữu hình và các tài sản vô hình xác định được của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Tỷ suất lợi nhuận của tài sản hữu hình này phải không quá chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Tỷ suất lợi nhuận của các tài sản vô hình này phải không thấp hơn chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Việc xác định chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định theo công thức quy định tại Mục 6.4 Tiêu chuẩn này; trong đó: tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn dài hạn của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo cơ cấu vốn của doanh nghiệp cần thẩm định giá, chi phí nợ dài hạn được xác định trên cơ sở bình quân gia quyền lãi suất các khoản nợ dài hạn của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

Bước 4: Ước tính thu nhập do tài sản hữu hình, tài sản vô hình xác định được đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá hàng năm thông qua giá trị các tài sản hữu hình và tài sản vô hình đã xác định được giá trị của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính tại bước 1 nhân với ( $\times$ ) các mức tỷ suất lợi nhuận tương ứng xác định tại bước 3.

Bước 5: Ước tính thu nhập do các tài sản vô hình không xác định được đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính bằng thu nhập mà doanh nghiệp cần thẩm định giá có thể đạt được tính tại bước 2 trừ đi (-) thu nhập do các tài sản hữu hình và tài sản vô hình xác định được đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá tính tại bước 4.

Bước 6: Ước tính tỷ suất vốn hóa phù hợp cho thu nhập do các tài sản vô hình không xác định được đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá. Tỷ suất vốn hóa này ít nhất phải bằng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Việc xác định chi phí sử dụng vốn chủ

sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá theo quy định tại điểm d Mục 6.4 Tiêu chuẩn này.

Bước 7: Ước tính tổng giá trị các tài sản vô hình không xác định được của doanh nghiệp cần thẩm định giá bằng cách vốn hóa phần thu nhập do các tài sản vô hình này đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá.

b) Phương pháp 2: Ước tính tổng giá trị các tài sản vô hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá thông qua vốn hóa dòng thu nhập do tất cả các tài sản vô hình đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá.

Bước 1: Ước tính tổng giá trị thị trường của các tài sản hữu hình tham gia vào quá trình tạo ra thu nhập cho doanh nghiệp cần thẩm định giá. Giá trị thị trường của các tài sản này được xác định theo quy định tại Mục 5.4 Tiêu chuẩn này.

Bước 2: Ước tính mức thu nhập mà doanh nghiệp cần thẩm định giá có thể đạt được hàng năm. Mức thu nhập này là mức thu nhập trong điều kiện hoạt động bình thường của doanh nghiệp cần thẩm định giá, được ước tính trên cơ sở kết quả đạt được của doanh nghiệp cần thẩm định giá trong các năm gần nhất, có tính đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp sau khi đã loại trừ các yếu tố bất thường ảnh hưởng đến thu nhập như: các khoản thu nhập tăng giảm từ thanh lý tài sản cố định, đánh giá lại tài sản tài chính, rủi ro tỷ giá...

Bước 3: Ước tính tỷ suất lợi nhuận phù hợp cho tài sản hữu hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Tỷ suất lợi nhuận này phải không quá chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Việc xác định chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định giá theo công thức quy định tại Mục 6.4 Tiêu chuẩn này; trong đó: tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn dài hạn của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo cơ cấu vốn của doanh nghiệp cần thẩm định giá, chi phí nợ dài hạn được xác định trên cơ sở bình quân gia quyền lãi suất các khoản nợ dài hạn của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Bước 4: Ước tính thu nhập do tài sản hữu hình đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá hàng năm được tính bằng tổng giá trị các tài sản hữu hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính tại bước 1 nhân với ( $\times$ ) tỷ suất lợi nhuận được tính tại bước 3.

Bước 5: Ước tính thu nhập do tất cả các tài sản vô hình đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính bằng thu nhập mà doanh nghiệp cần thẩm định giá có thể đạt được tính tại bước 2 trừ đi ( $-$ ) thu nhập do các tài sản hữu hình đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá tính tại bước 4.

Bước 6: Ước tính tỷ suất vốn hóa phù hợp cho thu nhập do tất cả các tài sản vô hình đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá. Tỷ suất vốn hóa này ít nhất phải bằng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Việc xác định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá quy định tại điểm d Mục 6.4 Tiêu chuẩn này.

Bước 7: Ước tính tổng giá trị các tài sản vô hình của doanh nghiệp cần thẩm định giá bằng cách vốn hóa phần thu nhập do các tài sản vô hình đem lại cho doanh nghiệp cần thẩm định giá.

### 5.6. Ước tính giá trị của doanh nghiệp cần thẩm định giá

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị thị trường} \\ \text{của doanh nghiệp} \\ \text{cần thẩm định giá} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Tổng giá trị các tài sản hữu} \\ \text{hình và tài sản tài chính} \\ \text{của doanh nghiệp cần} \\ \text{thẩm định giá} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Tổng giá trị các tài} \\ \text{sản vô hình của} \\ \text{doanh nghiệp cần} \\ \text{thẩm định giá} \end{array}$$

Trường hợp cần xác định giá trị vốn chủ sở hữu từ giá trị thị trường của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo phương pháp này, giá trị vốn chủ sở hữu được xác định theo công thức sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị vốn chủ sở hữu của} \\ \text{doanh nghiệp cần thẩm} \\ \text{định giá} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá trị thị trường của} \\ \text{doanh nghiệp cần thẩm} \\ \text{định giá} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Giá trị các} \\ \text{khoản nợ} \end{array}$$

Trong đó: Giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo giá trị thị trường nếu có chứng cứ thị trường, nếu không có thì xác định theo giá trị sổ sách kế toán.

## 6. Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp

6.1. Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp xác định giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá thông qua ước tính tổng của giá trị chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp cần thẩm định giá với giá trị hiện tại của các tài sản phi hoạt động của doanh nghiệp tại thời điểm thẩm định giá. Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá là công ty cổ phần, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp được sử dụng với giả định coi các cổ phần ưu đãi của doanh nghiệp cần thẩm định giá như cổ phần thường. Giả định này cần được nêu rõ trong phân hạn chế của Chứng thư thẩm định giá và Báo cáo kết quả thẩm định giá.

### 6.2. Các bước xác định giá trị doanh nghiệp

- Bước 1: Dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp cần thẩm định giá.
- Bước 2: Ước tính chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định giá.
- Bước 3: Ước tính giá trị cuối kỳ dự báo.
- Bước 4: Ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá.

### 6.3. Dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp cần thẩm định giá

Thẩm định viên cần ước tính giai đoạn dự báo dòng tiền. Đối với các doanh nghiệp đã tăng trưởng bền vững thì giai đoạn dự báo dòng tiền thông thường là 05 năm. Đối với các doanh nghiệp mới thành lập hoặc đang tăng trưởng nhanh thì giai đoạn dự báo dòng tiền có thể kéo dài hơn 5 năm cho đến khi doanh nghiệp bước vào giai đoạn tăng trưởng đều. Đối với doanh nghiệp hoạt động có thời hạn thì giai đoạn dự báo dòng tiền được xác định theo tuổi đời của doanh nghiệp.

Công thức tính dòng tiền tự do hàng năm của doanh nghiệp:

$FCFF = \text{Lợi nhuận trước lãi vay sau thuế (EBIAT)} + \text{Khấu hao} - \text{Chi đầu tư vốn} - \text{Thay đổi vốn lưu động thuần ngoài tiền mặt và tài sản phi hoạt động ngắn hạn (chênh lệch vốn hoạt động thuần)}$

Lợi nhuận trước lãi vay sau thuế (EBIAT) là lợi nhuận trước lãi vay sau thuế đã loại trừ các khoản doanh thu và chi phí từ tài sản phi hoạt động.

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Công thức tính lợi nhuận trước lãi vay sau thuế (EBLAT) từ lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) như sau:

$$EBLAT = EBIT \times (1 - t)$$

Trong đó:

t: mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Chi đầu tư vốn bao gồm: chi đầu tư tài sản cố định và tài sản dài hạn khác; chi đầu tư tài sản hoạt động nằm trong nhóm chi mua công cụ nợ của đơn vị khác và chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác (nếu có).

- Công thức tính vốn lưu động ngoài tiền mặt và tài sản phi hoạt động ngắn hạn:

Vốn lưu động ngoài tiền mặt và tài sản phi hoạt động ngắn hạn = (Các khoản phải thu ngắn hạn + Hàng tồn kho + Tài sản ngắn hạn khác) - Nợ ngắn hạn không bao gồm vay ngắn hạn

6.4. Ước tính chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định giá

Thẩm định viên ước tính chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định giá theo công thức:

$$WACC = R_d \times F_d \times (1 - t) + R_e \times F_e$$

Trong đó:

WACC: Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

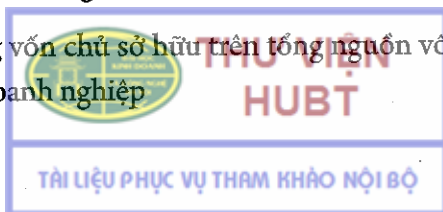
$R_d$ : Chi phí sử dụng nợ của doanh nghiệp

$F_d$ : Tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn dài hạn tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp

t: Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

$R_e$ : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

$F_e$ : Tỷ trọng vốn chủ sở hữu trên tổng nguồn vốn dài hạn tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp



a) Ước tính tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn của doanh nghiệp cần thẩm định giá:

Tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo tỷ trọng vốn vay của các doanh nghiệp có cùng ngành sản xuất, kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá. Trường hợp không xác định được theo hướng dẫn trên thì có thể xác định theo tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn trong các năm gần nhất của doanh nghiệp cần thẩm định giá có xem xét đến cơ cấu vốn dài hạn trong tương lai.

b) Ước tính chi phí sử dụng nợ dài hạn của doanh nghiệp cần thẩm định giá

Chi phí sử dụng nợ dài hạn của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo lãi suất của các khoản vay dài hạn của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Trường hợp trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp cần thẩm định giá hiện không có các khoản vay dài hạn, lãi suất của các khoản vay dài hạn là mức lãi suất dự kiến trên cơ sở đánh giá khả năng thương thảo của doanh nghiệp cần thẩm định giá với các nhà cung cấp tín dụng, lãi vay dài hạn của các doanh nghiệp cùng ngành nghề sản xuất kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá. Trường hợp doanh nghiệp vay từ nhiều nguồn với các mức lãi suất khác nhau, chi phí sử dụng nợ dài hạn được xác định theo lãi suất bình quân gia quyền của các khoản nợ dài hạn.

c) Ước tính tỷ trọng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá:

Tỷ trọng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo công thức:  $F_e = (1 - F_d)$

d) Ước tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá ( $R_e$ )

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính theo các phương pháp sau:

d1) Phương pháp 1: có ít nhất 03 doanh nghiệp cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá đã có cổ phiếu niêm yết hoặc đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính theo công thức sau:

$$R_e = R_f + \beta_L \times (R_m - R_f)$$

- Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro ( $R_f$ ) được ước tính trên cơ sở lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm hoặc kỳ hạn dài nhất gần thời điểm thẩm định giá.

- Phân bù rủi ro thị trường ( $R_m - R_f$ ) được ước tính bằng tỷ suất lợi nhuận dự kiến khi đầu tư trên thị trường chứng khoán ( $R_m$ ) trừ đi (-) tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro ( $R_f$ ). Tỷ suất lợi nhuận dự kiến khi đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam được thẩm định viên ước tính theo phương pháp thống kê theo chỉ số VN-INDEX trong giai đoạn 05 năm gần nhất thời điểm thẩm định giá. Chỉ số VN-INDEX được thống kê theo tháng, cụ thể là chỉ số đóng cửa của phiên giao dịch cuối cùng của tháng.

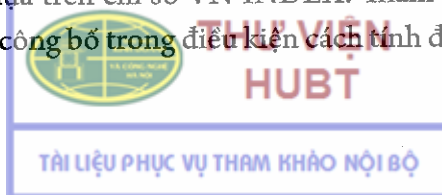
- Hệ số rủi ro có tính đến ảnh hưởng của cơ cấu vốn ( $\beta_L$ ) của doanh nghiệp cần thẩm định giá được ước tính thông qua hệ số rủi ro của các cổ phần của các doanh nghiệp có cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá trên thị trường chứng khoán.

Thẩm định viên cần lựa chọn ít nhất 03 doanh nghiệp có cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá và xác định hệ số  $\beta_L$  của các doanh nghiệp này.

Việc xác định hệ số  $\beta_L$  được thực hiện theo phương pháp hồi quy biến động giá của cổ phiếu với biến động giá của thị trường theo công thức:

$$\beta_L = \frac{\text{Hiệp phương sai (cổ phiếu, thị trường)}}{\text{Phương sai của thị trường}}$$

Trong đó biến động giá được xác định theo tháng và tối thiểu là 5 năm (đối với doanh nghiệp không có số liệu đủ 5 năm thì tính kể từ ngày doanh nghiệp niêm yết hoặc đăng ký giao dịch), thu nhập thị trường được tính toán dựa trên chỉ số VN-INDEX. Thẩm định viên có thể lấy hệ số  $\beta_L$  đã được công bố trong điều kiện cách tính được thực hiện tương tự như trên.





Do có thể có sự khác nhau về cơ cấu vốn giữa doanh nghiệp cần thẩm định giá và các doanh nghiệp cùng ngành nghề, thẩm định viên cần điều chỉnh hệ số rủi ro của các doanh nghiệp cùng ngành nghề theo cơ cấu vốn của doanh nghiệp cần thẩm định giá theo các bước sau:

+ Bước 1: Loại bỏ sự ảnh hưởng của cơ cấu vốn trong hệ số rủi ro theo công thức:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + \frac{D}{E} \times (1-t)}$$

Trong đó:

$\beta_U$ : Hệ số rủi ro phi đòn bẩy

$\frac{D}{E}$ : Tỷ trọng nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cùng ngành nghề với doanh nghiệp cần thẩm định giá

t: Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

+ Bước 2: Tính toán hệ số rủi ro phi đòn bẩy bình quân của các doanh nghiệp có cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá.

+ Bước 3: Ước tính hệ số rủi ro có tính đến ảnh hưởng của cơ cấu vốn ( $\beta_L$ ) của doanh nghiệp cần thẩm định giá theo công thức

$$\beta_L \text{ thẩm định} = \beta_U \text{ bình quân} \times \left(1 + \frac{D}{E} \times (1-t)\right)$$

Trong đó:

$\beta_L$  thẩm định: Hệ số rủi ro có tính đến ảnh hưởng của cơ cấu vốn của doanh nghiệp cần thẩm định giá

$\beta_U$  bình quân: Hệ số rủi ro phi đòn bẩy bình quân

$\frac{D}{E}$ : Tỷ trọng nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá

t: Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

d2) Phương pháp 2: chưa đủ 03 doanh nghiệp cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá đã có cổ phiếu niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhưng thu thập được thông tin về tỷ lệ phụ phí rủi ro theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán quốc tế.

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính theo công thức sau:

$$R_e = R_f + R_p$$

- Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro ( $R_f$ ) được ước tính trên cơ sở lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm hoặc kỳ hạn dài nhất tại thời điểm thẩm định giá.

- Tỷ lệ phụ phí rủi ro ( $R_p$ ) được xác định theo chỉ số phụ phí rủi ro chứng khoán quốc tế do các tổ chức tư vấn tài chính quốc tế công bố. Thẩm định viên cần cân nhắc lập luận, điều chỉnh để áp dụng phù hợp với thực tế của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

d3) Phương pháp 3: chưa đủ 03 doanh nghiệp cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá đã có cổ phiếu niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhưng thu thập được thông tin về hệ số rủi ro của các doanh nghiệp cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá tại thị trường Mỹ.

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính theo công thức sau:

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \text{rủi ro quốc gia} + \text{rủi ro tỷ giá (nếu có)}$$

- Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro ( $R_f$ ) được ước tính trên cơ sở lãi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm.

- Phần bù rủi ro thị trường ( $R_m - R_f$ ) được ước tính bằng tỷ suất lợi nhuận dự kiến khi đầu tư trên thị trường chứng khoán Mỹ ( $R_m$ ) trừ đi (-) tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro ( $R_f$ ).

-  $\beta$ : Hệ số rủi ro của các doanh nghiệp cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá tại thị trường Mỹ. Trường hợp hệ số rủi ro có ảnh hưởng bởi cơ cấu vốn thì cần điều chỉnh theo các bước tại trường hợp 1 điểm này.

#### 6.5. Ước tính giá trị cuối kỳ dự báo

- Trường hợp 1: dòng tiền sau giá đoạn dự báo là dòng tiền không tăng trưởng và kéo dài vô tận.

Công thức tính giá trị cuối kỳ dự báo là:

$$\frac{FCFF}{WACC}$$

Trong đó:

$FCFF_{n+1}$ : Dòng tiền tự do năm  $n + 1$

- Trường hợp 2: dòng tiền sau giai đoạn dự báo là dòng tiền tăng trưởng đều đặn mỗi năm và kéo dài vô tận.

Công thức tính giá trị cuối kỳ dự báo là:

$$V_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

Trong đó:

$g$ : tốc độ tăng trưởng của dòng tiền

Tốc độ tăng trưởng của dòng tiền được xác định theo tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận. Tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận được dự báo trên cơ sở triển vọng phát triển của doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong quá khứ của doanh nghiệp, kế hoạch sản xuất kinh doanh, tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại để bổ sung vốn, tỷ suất lợi nhuận trên tổng nguồn vốn.

- Trường hợp 3: doanh nghiệp chấm dứt hoạt động vào cuối kỳ dự báo. Giá trị cuối kỳ dự báo được xác định theo giá trị thanh lý của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

#### 6.6. Ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá

- Tính tổng giá trị hiện tại thuần của dòng tiền tự do và giá trị cuối kỳ dự báo sau khi chiết khấu các dòng tiền tự do của doanh nghiệp và giá trị cuối kỳ dự báo của doanh nghiệp theo tỷ suất chiết khấu là chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp.

$$V_o = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{V_n}{(1+WACC)^n}$$

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

- Ước tính giá trị các tài sản phi hoạt động của doanh nghiệp.
- Ước tính giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá bằng cách cộng giá trị hiện tại thuần của các dòng tiền tự do của doanh nghiệp và giá trị cuối kỳ dự báo với giá trị các tài sản phi hoạt động của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

### 7. Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức

7.1. Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức xác định giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá thông qua ước tính tổng của giá trị chiết khấu dòng cổ tức của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá là công ty cổ phần, phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức của doanh nghiệp được sử dụng với giả định coi các cổ phần ưu đãi của doanh nghiệp cần thẩm định giá như cổ phần thường. Giả định này cần được nêu rõ trong phần hạn chế của Chứng thư thẩm định giá và Báo cáo kết quả thẩm định giá.

Trường hợp thẩm định giá doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp được xác định theo công thức sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị thị trường} \\ \text{của doanh nghiệp} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá trị vốn chủ sở hữu} \\ \text{của doanh nghiệp} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Giá trị các} \\ \text{khoản nợ} \end{array}$$

Trong đó:

Giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo giá thị trường nếu có chứng cứ thị trường, nếu không có thì xác định theo giá trị sổ sách kế toán.

#### 7.2. Các bước xác định giá trị vốn chủ sở hữu

a) Bước 1: dự báo dòng cổ tức của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Thẩm định viên cần dự báo tỉ lệ chia cổ tức và tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Đối với các doanh nghiệp đã tăng trưởng bền vững thì giai đoạn dự báo tỷ lệ chia cổ tức, tỷ lệ tăng trưởng cổ tức thông thường là 05 năm. Đối với các doanh nghiệp mới thành lập hoặc đang tăng trưởng nhanh thì giai đoạn dự báo tỷ lệ chia cổ tức, tỷ lệ tăng trưởng cổ tức

có thể kéo dài hơn 05 năm hoặc lâu hơn nữa cho đến khi doanh nghiệp bước vào giai đoạn tăng trưởng đều, có tỉ lệ cổ tức không đổi hoặc tăng trưởng cổ tức đều. Đối với doanh nghiệp hoạt động có thời hạn thì giai đoạn dự báo dòng cổ tức được xác định theo tuổi đời của doanh nghiệp.

b) Bước 2: ước tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu theo hướng dẫn tại điểm d Mục 6.4 Tiêu chuẩn này.

c) Bước 3: ước tính giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ dự báo như sau:

- Trường hợp 1: dòng cổ tức sau giai đoạn dự báo ( $D_n$ ) là dòng tiền không tăng trưởng và kéo dài vô tận. Công thức tính giá trị cuối kỳ dự báo là:

$$V_n = \frac{D_{n+1}}{R_e}$$

- Trường hợp 2: dòng cổ tức sau giai đoạn dự báo là dòng tiền tăng trưởng đều đặn mỗi năm và kéo dài vô tận. Công thức tính giá trị cuối kỳ dự báo là:

$$V_n = \frac{D_{n+1}}{R_e - g}$$

Trong đó:

$D_{n+1}$ : Dòng cổ tức của doanh nghiệp năm  $n + 1$

$g$ : tốc độ tăng trưởng của dòng cổ tức

Tốc độ tăng trưởng của dòng cổ tức được dự báo trên cơ sở tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại để bổ sung vốn, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.

- Trường hợp 3: doanh nghiệp chấm dứt hoạt động vào cuối kỳ dự báo, giá trị cuối kỳ dự báo được xác định theo giá trị thanh lý của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

d) Bước 4: ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá:

- Tính tổng giá trị hiện tại thuần của các dòng cổ tức của doanh nghiệp và giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ dự báo sau khi chiết khấu các

dòng cổ tức của doanh nghiệp và giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ dự báo của doanh nghiệp theo tỷ suất chiết khấu là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

$$V_n = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+R_e)^t} + \frac{V_n}{(1+R_e)^n}$$

- Ước tính giá trị các tài sản phi hoạt động của doanh nghiệp.

- Ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá bằng cách cộng giá trị hiện tại thuần của các dòng cổ tức của doanh nghiệp và giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ dự báo với giá trị các tài sản phi hoạt động (không bao gồm tiền mặt và tương đương tiền) của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

## 8. Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu

8.1. Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu xác định giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá thông qua ước tính tổng của giá trị chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Trường hợp doanh nghiệp cần thẩm định giá là công ty cổ phần, phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu được sử dụng với giả định coi các cổ phần ưu đãi của doanh nghiệp cần thẩm định giá như cổ phần thường. Giá định này cần được nêu rõ trong phân hạn chế của Chứng thư thẩm định giá và Báo cáo kết quả thẩm định giá.

Trường hợp thẩm định giá doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp được xác định theo công thức sau:

$$\text{Giá trị thị trường của doanh nghiệp} = \text{Giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp} + \text{Giá trị các khoản nợ}$$

Trong đó:

Giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp cần thẩm định giá được xác định theo giá thị trường nếu có chứng cứ thị trường, nếu không có thì xác định theo giá trị sổ sách kế toán.

## 8.2. Các bước xác định giá trị vốn chủ sở hữu

a) Bước 1: dự báo dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá. Thẩm định viên cần ước tính giai đoạn dự báo dòng tiền. Đối với các doanh nghiệp đã tăng trưởng bền vững thì giai đoạn dự báo dòng tiền thông thường là 05 năm. Đối với các doanh nghiệp mới thành lập hoặc đang tăng trưởng nhanh thì giai đoạn dự báo dòng tiền có thể kéo dài hơn 05 năm cho đến khi doanh nghiệp bước vào giai đoạn tăng trưởng đều. Đối với doanh nghiệp hoạt động có thời hạn thì giai đoạn dự báo dòng tiền được xác định theo tuổi đời của doanh nghiệp.

Công thức tính dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp:

$FCFE = \text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Khấu hao} - \text{Chi đầu tư vốn} - \text{Thay đổi vốn lưu động thuần ngoài tiền mặt và tài sản phi hoạt động ngắn hạn (chênh lệch vốn hoạt động thuần)} - \text{Các khoản trả nợ gốc} + \text{Các khoản nợ mới phát hành.}$

Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau thuế đã loại trừ các khoản doanh thu và chi phí từ tài sản phi hoạt động.

Chi đầu tư vốn bao gồm: chi đầu tư tài sản cố định và tài sản dài hạn khác; chi đầu tư tài sản hoạt động nằm trong nhóm chi mua công cụ nợ của đơn vị khác và chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác (nếu có).

Công thức tính vốn lưu động ngoài tiền mặt và tài sản phi hoạt động ngắn hạn:

$\text{Vốn lưu động ngoài tiền mặt và tài sản phi hoạt động ngắn hạn} = (\text{Các khoản phải thu ngắn hạn} + \text{Hàng tồn kho} + \text{Tài sản ngắn hạn khác}) - \text{Nợ ngắn hạn không bao gồm vay ngắn hạn.}$

b) Bước 2: ước tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá theo hướng dẫn tại điểm d Mục 6.4 Tiêu chuẩn này.

c) Bước 3: ước tính giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ dự báo

- Trường hợp 1: dòng tiền sau giai đoạn dự báo là dòng tiền không tăng trưởng và kéo dài vô tận. Công thức tính giá trị cuối kỳ dự báo là:

$$V_n = \frac{FCFF_{n+1}}{R_e}$$

Trong đó:

$FCFE_{n+1}$ : Dòng tiền vốn chủ sở hữu năm  $n + 1$

- Trường hợp 2: dòng tiền sau giai đoạn dự báo là dòng tiền tăng trưởng đều đặn mỗi năm và kéo dài vô tận. Công thức tính giá trị cuối kỳ dự báo là:

$$V_n = \frac{FCFF_{n+1}}{R_e - g}$$

Trong đó:

$g$ : tốc độ tăng trưởng của dòng tiền vốn chủ sở hữu.

Tốc độ tăng trưởng của dòng tiền được dự báo trên cơ sở triển vọng phát triển của doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng dòng tiền trong quá khứ của doanh nghiệp, kế hoạch sản xuất kinh doanh, tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại để bổ sung vốn, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.

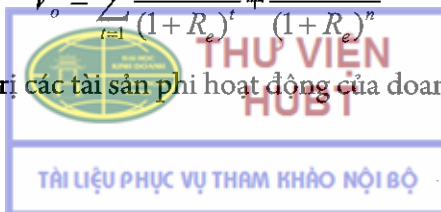
- Trường hợp 3: doanh nghiệp chấm dứt hoạt động tại cuối kỳ dự báo. giá trị cuối kỳ dự báo được xác định theo giá trị thanh lý của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

d) Bước 4: ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá:

- Tính tổng giá trị hiện tại thuần của các dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu và giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ dự báo của doanh nghiệp sau khi chiết khấu các dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu và giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ dự báo của doanh nghiệp theo tỷ suất chiết khấu là chi phí sử dụng sử dụng vốn chủ sở hữu.

$$V_o = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+R_e)^t} + \frac{V_n}{(1+R_e)^n}$$

- Ước tính giá trị các tài sản phi hoạt động của doanh nghiệp.





- Ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá bằng cách cộng giá trị hiện tại thuần của các dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu và giá trị vốn chủ sở hữu cuối kỳ dự báo với giá trị các tài sản phi hoạt động của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

8.3. Đối với nội dung chưa có quy định cụ thể tại Tiêu chuẩn thẩm định giá này thẩm định viên cần căn cứ thêm các hướng dẫn về áp dụng phương pháp dòng tiền chiết khấu quy định tại Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam về cách tiếp cận từ thu nhập.

## 9. Kết luận về giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp cuối cùng có thể được xác định thông qua việc tính bình quân có trọng số kết quả của các phương pháp thẩm định giá được áp dụng. Việc xác định trọng số cho từng phương án dựa trên độ tin cậy của từng phương pháp, thông tin dữ liệu đầu vào, mục đích thẩm định giá ... đảm bảo phù hợp với thị trường./.

### PHỤ LỤC VÍ DỤ MINH HỌA

(Ban hành kèm theo Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 12)

Các ví dụ đã được giản lược và chỉ mang tính chất minh họa

**1. Ví dụ 1:** áp dụng phương pháp chỉ số bình quân để xác định giá trị doanh nghiệp.

Cần thẩm định giá một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản. Thông tin về doanh nghiệp cần thẩm định giá như sau:

- Các chỉ số tài chính:

<b>Chỉ số phản ánh quy mô doanh nghiệp</b> (ĐVT: tỷ đồng)	
Vốn điều lệ	4.500
Doanh thu	3.395
Lợi nhuận gộp	1.155
<b>Chỉ số phản ánh khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp</b> (ĐVT: %)	
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp trung bình trong 03 năm gần nhất	7
<b>Chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp</b> (ĐVT: %)	
ROE	7
ROA	4

- Lợi nhuận sau thuế 4 quý gần nhất: 458.08 tỷ đồng

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

- Doanh thu thuần 4 quý gần nhất: 3.395 tỷ đồng
- EPS: 1.017,96 đồng/ cổ phần
- EBITDA (không bao gồm các khoản thu nhập từ tiền và các khoản tương đương tiền): 1.155 tỷ đồng
- Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá gần nhất với thời điểm thẩm định giá: 6.544 tỷ đồng
- Giá trị nợ vay: 4.908 tỷ đồng
- Tại thời điểm thẩm định giá, giá trị tiền và các khoản tương đương tiền của doanh nghiệp là không có.

### Lời giải:

Qua thu thập thông tin, thẩm định viên được biết hiện doanh nghiệp cần thẩm định giá có 5 doanh nghiệp là đối thủ cạnh tranh trong lĩnh vực bất động sản. Các doanh nghiệp này đều đã có cổ phiếu được niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Thẩm định viên nhận định các doanh nghiệp này đều là đối thủ cạnh tranh với doanh nghiệp cần thẩm định giá, do đó, có nhiều điểm tương đồng với doanh nghiệp cần thẩm định giá về ngành nghề kinh doanh chính, nhóm khách hàng và thị trường tiêu thụ. Cổ phiếu của các doanh nghiệp này đã niêm yết và đang được giao dịch trên thị trường chứng khoán. Do đó, thẩm định viên tiến hành thu thập thông tin tài chính của các doanh nghiệp này để đánh giá sự tương đồng giữa các doanh nghiệp này và doanh nghiệp cần thẩm định giá về các chỉ tiêu tài chính. Sau khi tính toán các chỉ số tài chính của các doanh nghiệp này thu được kết quả như sau:

	Chỉ số phản ánh quy mô doanh nghiệp (ĐVT: tỷ đồng)			Chỉ số phản ánh khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp (ĐVT: %)	Chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ĐVT: %)	
	Vốn điều lệ	Doanh thu	Lợi nhuận gộp	Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp trung bình trong 03 năm gần nhất	ROE	ROA
Doanh nghiệp số 1	3.500	3.187	922	8	10	6
Doanh nghiệp số 2	4.000	4.769	1.431	4	11	5

Doanh nghiệp số 3	2.000	3.712	854	6	12	6
Doanh nghiệp số 4	3.000	3.223	903	6	7	4
Doanh nghiệp số 5	1.000	1.550	387	4	7	3

- Đánh giá sự tương đồng về các chỉ tiêu tài chính:

+ Đánh giá sự tương đồng về chỉ số phản ánh quy mô doanh nghiệp

Chỉ số phản ánh quy mô doanh nghiệp						
	Doanh nghiệp cán thăm định giá	Doanh nghiệp số 1	Doanh nghiệp số 2	Doanh nghiệp số 3	Doanh nghiệp số 4	Doanh nghiệp số 5
Vốn điều lệ	4.500	3.500	4.000	2.000	3.000	1.000
		Tương đồng	Tương đồng	ít tương đồng	Tương đồng	ít tương đồng
Doanh thu	3.395	3.187	4.769	3.712	3.223	1.550
		Tương đồng	ít tương đồng	Tương đồng	Tương đồng	ít tương đồng
Lợi nhuận gộp	1.155	922	1.431	854	903	387
		Tương đồng	Tương đồng	ít tương đồng	Tương đồng	ít tương đồng
Đánh giá chung		Tương đồng	Tương đồng	ít tương đồng	Tương đồng	ít tương đồng

+ Đánh giá sự tương đồng về chỉ số phản ánh khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp

Chỉ số phản ánh khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp (ĐVT: %)						
	Doanh nghiệp cán thăm định giá	Doanh nghiệp số 1	Doanh nghiệp số 2	Doanh nghiệp số 3	Doanh nghiệp số 4	Doanh nghiệp số 5
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp trung bình trong 03 năm gần nhất	7	8	4	6	6	4
Đánh giá chung		Tương đồng	ít tương đồng	Tương đồng	Tương đồng	ít ương đồng

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

+ Đánh giá sự tương đồng về chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Chỉ số phản ánh khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp (ĐVT: %)						
	Doanh nghiệp cần thẩm định giá	Doanh nghiệp số 1	Doanh nghiệp số 2	Doanh nghiệp số 3	Doanh nghiệp số 4	Doanh nghiệp số 5
ROE	7	10	11	12	7	7
		Tương đồng	Ít tương đồng	Ít tương đồng	Tương đồng	Tương đồng
ROA	4	6	5	6	4	3
		Ít tương đồng	Tương đồng	Ít tương đồng	Tương đồng	Tương đồng
Đánh giá chung		Ít tương đồng	Tương đồng	Ít tương đồng	Tương đồng	Tương đồng

Nhận định: các doanh nghiệp số 1, 2 và 4 có nhiều điểm tương đồng về mặt các chỉ số tài chính với doanh nghiệp cần thẩm định giá, do đó, các doanh nghiệp này được lựa chọn là doanh nghiệp so sánh. Theo đó, tỷ số thị trường của các doanh nghiệp này được sử dụng để xác định giá trị của doanh nghiệp cần thẩm định giá.

- Thu thập thông tin thị trường, thẩm định viên xác định 4 tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh này ( $\frac{P}{E}, \frac{P}{B}, \frac{P}{S}, \frac{EV}{EBITDA}$ ) như sau:

	$\frac{P}{E}$	$\frac{P}{B}$	$\frac{P}{S}$	$\frac{EV}{EBITDA}$
Doanh nghiệp số 1	12,02	1,20	1,76	8,4
Doanh nghiệp số 2	14,71	1,62	2,51	9,7
Doanh nghiệp số 4	12,99	0,91	1,32	8,5

- Xác định giá trị của doanh nghiệp cần thẩm định giá:

Nhận định: các doanh nghiệp so sánh về cơ bản đều tương đồng với doanh nghiệp cần thẩm định, do đó, tỷ số bình quân có thể được xác định bằng trung bình cộng tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh như sau:

$\frac{P}{E}$ bình quân	$\frac{P}{B}$ bình quân	$\frac{P}{S}$ bình quân	$\frac{EV}{EBITDA}$ bình quân
13,24	1,24	1,86	8,87

Theo đó, giá trị của doanh nghiệp được xác định theo các tỷ số thị trường như sau:

Giá trị doanh nghiệp xác định theo tỷ số $\frac{P}{E}$ bình quân	Giá trị doanh nghiệp xác định theo tỷ số $\frac{P}{B}$ bình quân	Giá trị doanh nghiệp xác định theo tỷ số $\frac{P}{S}$ bình quân	Giá trị doanh nghiệp xác định theo tỷ số $\frac{EV}{EBITDA}$ bình quân
10.972,98 tỷ VNĐ	13.044,4 tỷ VNĐ	11.234 tỷ VNĐ	10.241 tỷ VNĐ

Nhận định: tỷ số  $\frac{P}{E}$ ,  $\frac{EV}{EBITDA}$ , cơ bản tương đồng giữa các doanh nghiệp so sánh, tỷ số  $\frac{P}{B}$ ,  $\frac{P}{S}$ , ít tương đồng hơn, do đó, giá trị doanh nghiệp xác định theo tỷ số  $\frac{P}{E}$ ,  $\frac{EV}{EBITDA}$ , bình quân được tính theo trọng số 30% cho mỗi tỷ số, giá trị doanh nghiệp xác định theo tỷ số  $\frac{P}{B}$ ,  $\frac{P}{S}$ , bình quân được tính theo trọng số 20% cho mỗi tỷ số.

Giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá =  $10.972,98 \times 30\% + 13.044,4 \times 20\% + 11.234 \times 20\% + 10.241 \times 30\% = 11.219,87$  tỷ VNĐ.

**2. Ví dụ 2:** áp dụng phương pháp tài sản để xác định giá trị doanh nghiệp  
Cần thẩm định giá một doanh nghiệp có thông tin như sau:

- Bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp ngày 31/12/N

Đơn vị tính: triệu đồng

Tài sản	Số tiền	Nguồn vốn	Số tiền
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>40.000</b>	<b>A. Nợ phải trả</b>	<b>50.000</b>
Tiền mặt	10.000	1. Vay ngắn hạn	20.000
Chứng khoán ngắn hạn	2.000	2. Vay dài hạn	30.000
Các khoản phải thu	17.600	<b>B. Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>70.000</b>
Hàng tồn kho	8.000	1. Nguồn vốn kinh doanh	60.000
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>80.000</b>	2. Lãi chưa phân phối	10.000
Giá trị còn lại của TSCĐ hữu hình	62.000		
Đầu tư chứng khoán vào công ty Hoàng Sa (1.000.000 cổ phiếu)	15.000		
Góp vốn liên doanh	3.000		
<b>Tổng tài sản</b>	<b>120.000</b>	<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>120.000</b>

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

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

- + Kiểm quỹ tiền mặt thiếu 20 triệu đồng không rõ nguyên nhân.
  - + Một số khoản phải thu không có khả năng đòi được là 1.000 triệu đồng; 15.000 triệu đồng chắc chắn thu được.
  - + Nguyên vật liệu tồn kho hư hỏng 200 triệu đồng; số còn lại theo kết quả đánh giá lại tăng 300 triệu đồng.
  - + TSCĐ hữu hình đánh giá lại theo giá thị trường tăng 5.000 triệu đồng.
  - + Giá chứng khoán của công ty Hoàng Sa theo tính toán tại thời điểm đánh giá là 25.000 đồng/cổ phiếu.
  - + Số vốn góp liên doanh được đánh giá lại tăng 3.000 triệu đồng.
  - + Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp: 20%.
- Các thông tin khác như sau:
- + Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của Công ty là 20%, lãi suất các khoản vay dài hạn là 7,625%/năm. Theo đó, chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp là 15,83%.
  - + Lợi nhuận bình quân 3 năm gần nhất của Công ty là 20.000 triệu đồng (trong 3 năm gần nhất công ty không ghi nhận các khoản lợi nhuận bất thường do thanh lý tài sản cố định hay nguồn thu từ lợi nhuận tài chính).

### Lời giải:

\* Ước tính giá trị các tài sản hữu hình và tài sản tài chính của doanh nghiệp như sau:

1. Kiểm quỹ: - 20

2. Giá trị của khoản phải thu:

Không có khả năng thu: -1.000

3. Nguyên vật liệu:

+ Hư hỏng: - 200

+ Tăng: +300

4. TSCĐ hữu hình: + 5.000



5. Giá trị của số chứng khoán đầu tư vào công ty Trường Sa: giá thị trường của 1.000.000 cổ phiếu được tính tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp là:  $1.000.000 \text{ cổ phiếu} \times 25.000\text{đ}/\text{cổ phiếu} = 25.000 \text{ triệu đồng}$ , tăng  $25.000 - 15.000 = 10.000 \text{ triệu đồng}$ .

6. Vốn góp liên doanh tăng: + 3.000

\* Nhận định: các tài sản bao gồm: chứng khoán ngắn hạn, đầu tư chứng khoán, góp vốn liên doanh không tham gia vào quá trình tạo ra doanh thu cho doanh nghiệp cần thẩm định giá, do đó, không được tính vào tài sản hoạt động của doanh nghiệp.

Tổng giá trị tài sản hoạt động:

TÀI SẢN	Giá trị theo sổ sách	Giá trị theo thị trường	Chênh lệch
I. Tài sản ngắn hạn	<b>40.000</b>		
- Tiền	10.000	9.980	(-20)
- Các khoản phải thu	17.600	16.600	(-1000)
- Hàng tồn kho	8.000	8.100	+100
II. Tài sản dài hạn	<b>80.000</b>		
1. Giá còn lại TSCĐ hữu hình	62.000	67.000	+5.000
<b>Tổng giá trị tài sản hoạt động</b>		<b>101.680</b>	

\* Thu nhập có được từ tài sản hoạt động hữu hình và tài sản tài chính của doanh nghiệp =  $101.680 \times 15,83\% = 16.095,944 \text{ triệu đồng}$ .

\* Thu nhập do các tài sản vô hình đem lại cho doanh nghiệp =  $20.000 - 16.095,944 = 3.904,056 \text{ triệu đồng}$ .

\* Giá trị các tài sản vô hình của doanh nghiệp =  $19.520,28 \text{ triệu đồng}$ .

TÀI SẢN	Giá trị theo sổ sách	Giá trị theo thị trường	Chênh lệch
I. Tài sản ngắn hạn	<b>40.000</b>		
- Tiền	10.000	9.980	(-20)
- Chứng khoán ngắn hạn	2.000	2.000	0
- Các khoản phải thu	16.600	16.600	0
- Hàng tồn kho	8.000	8.100	+100
II. Tài sản dài hạn	<b>80.000</b>		

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

1. Giá còn lại TSCĐ hữu hình	62.000	67.000	+5.000
2. Đầu tư chứng khoán	15.000	25.000	+10.000
3. Góp vốn liên doanh	3.000	6.000	+3.000
III. Giá trị tài sản vô hình	0	19.520,28	+19.520,28
<b>IV. Giá trị công ty</b>		<b>154.200,28</b>	

**Kết luận:** Vậy giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá là: 154.200,28 triệu đồng.

**3. Ví dụ 3:** áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp để xác định giá trị doanh nghiệp.

Cần thẩm định giá một doanh nghiệp có thông tin như sau:

- Thông tin từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp tại thời điểm 31/12/N như sau:

*Đơn vị tính: Triệu đồng*

STT	Chỉ tiêu	Số tiền
1.	Lợi nhuận trước thuế TNDN	200.000
2.	Khấu hao	50.000
3.	Lãi vay	10.000
4.	Đầu tư vào tài sản cố định	35.000
5.	Giảm vốn lưu động ngoài tiền mặt	5.000
6.	Thuế suất thuế TNDN	25%

- Căn cứ vào tình hình sản xuất kinh doanh 3 năm gần nhất của doanh nghiệp cần thẩm định giá, môi trường kinh doanh, triển vọng kinh tế vĩ mô, dự báo trong vòng 5 năm tới, tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của doanh nghiệp là 5%, sau đó tăng ổn định hàng năm là 3%.

- Chi phí sử dụng vốn vay dài hạn là 10%/năm và tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng vốn dài hạn là  $\frac{1}{3}$ .

- Lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm là 6%/năm.

- Hệ số rủi ro phi đòn bẩy bình quân được tính toán trên cơ sở hệ số rủi ro có đòn bẩy của cổ phiếu của 5 doanh nghiệp có cùng ngành nghề kinh doanh với doanh nghiệp cần thẩm định giá hiện đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là 1,145.



- Tỷ suất lợi nhuận dự kiến trên thị trường chứng khoán Việt Nam được tính toán theo phương pháp thống kê theo chỉ số VN-INDEX là 12%/năm.

- Doanh nghiệp không có tài sản phi hoạt động.

Lời giải:

\* Xác định dòng tiền dự báo:

FCFF tại thời điểm 31/12/N được tính như sau:

FCFF = Thu nhập trước lãi vay sau thuế (EBIAT) + Khấu hao - Chi đầu tư vốn - Thay đổi vốn lưu động thuần ngoài tiền mặt và tài sản phi hoạt động ngắn hạn (chênh lệch vốn hoạt động thuần)

$$FCFF = (200.000 + 10.000) \times (1 - 22\%) + 50.000 - 35.000 - (-5.000)$$

$$FCFF = 183.800 \text{ triệu đồng}$$

FCFF giai đoạn từ năm 1 - 5 được tính như sau:

$$FCFF_1 = 183.800 \times (100\% + 5\%) = 192.990 \text{ triệu đồng}$$

$$FCFF_2 = 192.990 \times (100\% + 5\%) = 202.639,5 \text{ triệu đồng}$$

$$FCFF_3 = 202.639,5 \times (100\% + 5\%) = 212.771,48 \text{ triệu đồng}$$

$$FCFF_4 = 212.771,48 \times (100\% + 5\%) = 223.410,05 \text{ triệu đồng}$$

$$FCFF_5 = 223.410,05 \times (100\% + 5\%) = 234.580,55 \text{ triệu đồng}$$

\* Hệ số rủi ro có tính đến ảnh hưởng của cơ cấu vốn ( $\beta_L$ ) của doanh nghiệp cần thẩm định giá được tính theo công thức:

$$\beta_L \text{ thẩm định} = \beta_U \text{ bình quân} \times \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - t)\right)$$

$$\beta_L \text{ thẩm định} = 1,145 \times \left(1 + \frac{1}{3} \times (1 - 25\%)\right)$$

$$\beta_L \text{ thẩm định} = 1,431$$

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần thẩm định giá:

$$R_e = R_f + \beta_L \times (R_m - R_f)$$

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

$$R_e = 6\% + 1,431 \times (13\% - 6\%) = 16\%$$

Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của doanh nghiệp cần thẩm định giá:

$$WACC = R_d \times F_d \times (1 - t) + R_e \times F_e$$

$$WACC = 10\% \times \frac{1}{3} \times (1 - 25\%) + 16\% \times \frac{2}{3}$$

$$WACC = 13.17\%$$

\* Giá trị cuối kỳ dự báo:

FCFF năm thứ 6

$$FCFF_6 = 234.580,55 \times (100\% + 3\%) = 241.617,97 \text{ triệu đồng}$$

Giá trị cuối kỳ dự báo như sau:

$$V_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

$$V_n = \frac{241.617,97}{13.17\% - 3\%}$$

\* Giá trị doanh nghiệp cần thẩm định giá như sau:

$$V_0 = \sum_{t=1}^5 \frac{FCFF_t}{(1+13.17\%)^t} + \frac{V_n}{(1+13.17\%)^5}$$

$$V_0 = 2.017.944,75 \text{ triệu đồng}$$

Kết luận: Do doanh nghiệp cần thẩm định giá không có tài sản phi hoạt động, nên giá trị của doanh nghiệp cần thẩm định giá là 2.017.944,75 triệu đồng./.

# TIÊU CHUẨN ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VÔ HÌNH

**Tiêu chuẩn Thẩm định giá số 13**

**Thẩm định giá tài sản vô hình**

(Ban hành kèm theo Thông tư số 06/2014/TT-BTC  
ngày 07/01/2014 của Bộ trưởng Bộ Tài chính)

## QUY ĐỊNH CHUNG

### 1. Phạm vi điều chỉnh

Tiêu chuẩn này quy định và hướng dẫn thực hiện thẩm định giá tài sản vô hình để phục vụ cho các mục đích mua, bán, chuyển nhượng, thế chấp, hợp nhất và sáp nhập doanh nghiệp, góp vốn, phân chia lợi nhuận, tranh chấp và tổ tụng phá sản và các mục đích khác theo quy định của pháp luật.

### 2. Đối tượng áp dụng

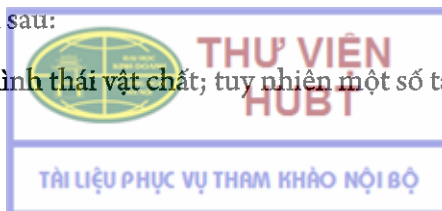
Doanh nghiệp thẩm định giá, thẩm định viên về giá (sau đây gọi là thẩm định viên), khách hàng và bên thứ ba sử dụng kết quả thẩm định giá theo quy định của pháp luật cần thực hiện những quy định của tiêu chuẩn này trong quá trình thẩm định giá tài sản vô hình.

### 3. Giải thích từ ngữ

3.1. *Tài sản vô hình*: là tài sản không có hình thái vật chất và có khả năng tạo ra các quyền, lợi ích kinh tế.

Tài sản vô hình được đề cập trong tiêu chuẩn này phải thỏa mãn đồng thời các điều kiện sau:

- Không có hình thái vật chất; tuy nhiên một số tài sản vô hình có thể



chứa đựng trong hoặc trên thực thể vật chất, nhưng giá trị của thực thể vật chất là không đáng kể so với giá trị tài sản vô hình;

- Có thể nhận biết được và có bằng chứng hữu hình về sự tồn tại của tài sản vô hình (ví dụ: hợp đồng, bằng chứng nhận, hồ sơ đăng ký, đĩa mềm máy tính, danh sách khách hàng, báo cáo tài chính, v.v.);

- Có khả năng tạo thu nhập cho người có quyền sở hữu;

- Giá trị của tài sản vô hình có thể định lượng được.

3.2. *Tiền sử dụng tài sản vô hình*: là khoản tiền mà tổ chức, cá nhân sử dụng tài sản vô hình phải trả cho chủ sở hữu tài sản vô hình để được quyền sử dụng tài sản đó (ví dụ như tiền sử dụng sáng chế, tiền trả cho nhượng quyền thương mại, tiền trả cho quyền khai thác khoáng sản v.v...).

#### **4. Tài sản vô hình bao gồm các loại sau**

- Tài sản trí tuệ và quyền sở hữu trí tuệ theo quy định của pháp luật về sở hữu trí tuệ;

- Quyền mang lại lợi ích kinh tế đối với các bên được quy định cụ thể tại hợp đồng dân sự theo quy định của pháp luật ví dụ như quyền thương mại, quyền khai thác khoáng sản...;

- Các mối quan hệ phi hợp đồng mang lại lợi ích kinh tế cho các bên, các mối quan hệ với khách hàng, nhà cung cấp hoặc các chủ thể khác, ví dụ như danh sách khách hàng, cơ sở dữ liệu...;

- Các tài sản vô hình khác thỏa mãn điều kiện quy định tại điểm 3.1.

### **NỘI DUNG TIÊU CHUẨN**

**5. Khi tiến hành thẩm định giá tài sản vô hình, cần thu thập các thông tin sau**

- Mục đích thẩm định giá;

- Đặc điểm của tài sản vô hình cần thẩm định giá;

- Tình trạng pháp lý của việc sở hữu tài sản vô hình (bao gồm cả việc sở hữu hoặc sử dụng hợp pháp hay không hợp pháp);

- Thời điểm thẩm định giá;

- Triển vọng của ngành cụ thể liên quan và ảnh hưởng đến giá trị tài sản vô hình cần thẩm định giá;

- Triển vọng của nền kinh tế có tác động đến giá trị của tài sản vô hình, gồm các yếu tố của môi trường kinh tế (như lạm phát, tỷ giá hối đoái,..) và môi trường chính trị trong nước và ngoài nước;

- Các thông tin nêu tại điểm 3.1;

- Các thông tin liên quan khác về tài sản vô hình cần thẩm định giá.

## 6. Xác định cơ sở giá trị của thẩm định giá

Căn cứ vào mục đích thẩm định giá, thẩm định viên xác định rõ loại giá trị cần ước tính của tài sản vô hình là giá trị thị trường hay giá trị phi thị trường.

Trường hợp ước tính giá trị phi thị trường của tài sản vô hình là giá trị đối với người sở hữu tài sản vô hình đó, cần tính đến các yếu tố đặc trưng liên quan chỉ tác động đến người chủ sở hữu tài sản vô hình, ví dụ như các ưu đãi về thuế, giá trị tăng thêm do sử dụng kết hợp tài sản vô hình cần thẩm định giá với các tài sản khác cùng thuộc sở hữu của một chủ sở hữu,...

## 7. Ước tính tuổi đời kinh tế còn lại

Tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản vô hình được sử dụng trong tất cả các cách tiếp cận thẩm định giá tài sản vô hình.

Tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản vô hình chịu tác động của yếu tố pháp luật, kinh tế, công nghệ như: quy mô và triển vọng của thị trường, sự phát triển của khoa học công nghệ, mức độ độc đáo, khác biệt của tài sản vô hình, sự cạnh tranh của các tài sản vô hình tương tự... Khi ước tính tuổi đời kinh tế còn lại cần xem xét các yếu tố sau:

- Thời gian bảo hộ của pháp luật đối với tài sản vô hình là quyền sở hữu trí tuệ;

- Quy định tại các hợp đồng dân sự theo quy định của pháp luật gắn liền với tài sản vô hình cần thẩm định;

- Quyết định của tòa án hoặc của cơ quan có thẩm quyền liên quan đến tài sản vô hình cần thẩm định;

- Các yếu tố kinh tế như quy mô và triển vọng của thị trường sản phẩm, dịch vụ gắn với tài sản vô hình cần thẩm định;

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

- Sự phát triển của khoa học công nghệ, sự ra đời của các sáng chế tương tự hoặc hiệu quả hơn, dẫn tới sự lỗi thời chức năng, lỗi thời kinh tế của tài sản vô hình cần thẩm định; các yếu tố khoa học kỹ thuật có liên quan khác;

- Các kết quả thống kê, phân tích (nếu có) về tuổi thọ hiệu quả của các nhóm tài sản vô hình;

- Các yếu tố khác có liên quan đến việc ước tính tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản thẩm định giá.

Ví dụ về ước tính tuổi đời kinh tế còn lại của một sáng chế về một loại thuốc tân dược: sáng chế của thuốc này đã đăng ký bản quyền và được pháp luật tiếp tục bảo hộ trong vòng 05 năm tới. Tuy nhiên, các nghiên cứu hiện nay cho thấy sẽ có một loại thuốc tương tự có hiệu quả chữa bệnh cao hơn có thể được nghiên cứu thành công và đưa vào sản xuất trong vòng 03 năm tới. Như vậy, tuổi đời kinh tế còn lại của sáng chế này được đánh giá là 03 năm.

### **8. Các cách tiếp cận trong thẩm định giá tài sản vô hình bao gồm**

Cách tiếp cận từ thị trường, cách tiếp cận từ chi phí, cách tiếp cận từ thu nhập. Mỗi cách tiếp cận bao gồm nhiều phương pháp thẩm định giá khác nhau.

Căn cứ vào loại tài sản vô hình cần thẩm định giá, mục đích thẩm định giá, thời điểm thẩm định giá, các thông tin và số liệu về tài sản cần thẩm định giá có thể thu thập được, thẩm định viên cần lựa chọn cách tiếp cận thẩm định giá phù hợp.

Trong quá trình áp dụng các phương pháp thẩm định giá, để kiểm tra mức độ tin cậy của kết quả thẩm định giá, thẩm định viên áp dụng kỹ thuật phân tích độ nhạy. Cụ thể là xem xét, phân tích sự thay đổi của kết quả thẩm định giá khi thay đổi giá trị của một số thông số quan trọng đối với từng trường hợp thẩm định giá, ví dụ như tỷ suất chiết khấu, tỷ suất vốn hóa,...

### **9. Cách tiếp cận từ thị trường**

#### *9.1. Nội dung của cách tiếp cận từ thị trường*

Giá trị của tài sản vô hình cần thẩm định giá được xác định căn cứ vào việc so sánh, phân tích thông tin của các tài sản vô hình tương tự có giá giao dịch trên thị trường.

Lựa chọn và phân tích chi tiết đặc điểm, tính tương đồng của tài sản vô hình so sánh với tài sản vô hình cần thẩm định giá, cụ thể:

- Các quyền liên quan đến sở hữu tài sản vô hình;
- Các điều khoản về tài chính liên quan đến việc mua bán, hoặc chuyển giao quyền sử dụng;
- Lĩnh vực ngành nghề mà tài sản vô hình đang được sử dụng;
- Yếu tố địa lý, khu vực ảnh hưởng đến việc sử dụng tài sản vô hình;
- Các đặc điểm ảnh hưởng đến tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản vô hình;
- Các đặc điểm khác của tài sản vô hình.

Thẩm định viên sử dụng ít nhất 03 tài sản vô hình tương tự để so sánh. Trường hợp chỉ thu thập được thông tin của 02 tài sản vô hình tương tự đã được giao dịch trên thị trường thì kết quả thẩm định giá từ cách tiếp cận thị trường chỉ được dùng để kiểm tra, đối chiếu với kết quả thẩm định giá có được từ cách tiếp cận khác.

### 9.2. Thông tin tham khảo khi áp dụng cách tiếp cận từ thị trường

- Giá giao dịch thành công, giá chào bán, giá chào mua... của tài sản vô hình tương tự với tài sản vô hình cần thẩm định giá.
- Địa điểm và điều kiện thị trường tại thời điểm xảy ra giao dịch, động cơ của người mua và người bán, các điều khoản thanh toán cũng như các yếu tố khác liên quan tới giao dịch.
- Các mức điều chỉnh cần thiết đối với các mức giá và hệ số điều chỉnh để phản ánh sự khác biệt giữa tài sản vô hình cần thẩm định giá và các tài sản vô hình tương tự để so sánh.

### 9.3. Trường hợp áp dụng cách tiếp cận từ thị trường

- Khi có thông tin về tài sản vô hình tương tự được giao dịch hoặc được chuyển giao quyền sử dụng hoặc có thị trường giao dịch;
- Khi cần đối chiếu kết quả với các phương pháp thẩm định giá khác.

9.4. Các nội dung cụ thể khác của cách tiếp cận từ thị trường được thực hiện theo nội dung phù hợp đã được hướng dẫn tại các Tiêu chuẩn thẩm định giá khác.

## 10. Cách tiếp cận từ chi phí

### 10.1. Nội dung của cách tiếp cận từ chi phí

Cách tiếp cận từ chi phí ước tính giá trị tài sản vô hình căn cứ vào chi phí tái tạo ra tài sản vô hình giống nguyên mẫu với tài sản cần thẩm định giá hoặc chi phí thay thế để tạo ra một tài sản vô hình tương tự có cùng chức năng, công dụng theo giá thị trường hiện hành.

Giá trị ước tính của Tài sản vô hình = Chi phí tái tạo (Chi phí thay thế) – Hao mòn lũy kế + Lợi nhuận của nhà sản xuất

Trong đó, lợi nhuận của nhà sản xuất được xác định thông qua biện pháp so sánh, điều tra, khảo sát.

Cách tiếp cận từ chi phí gồm hai phương pháp chính là: phương pháp chi phí tái tạo và phương pháp chi phí thay thế.

### 10.2. Chi phí thay thế hoặc chi phí tái tạo trong phương pháp chi phí bao gồm các chi phí

Chi phí về nhân công, nguyên vật liệu, chi phí cho các tài sản hữu hình phụ trợ cần thiết để phát huy được giá trị của tài sản vô hình, chi phí duy trì (ví dụ: chi phí quảng cáo để duy trì vị thế của nhãn hiệu, chi phí quản lý chất lượng của sản phẩm, v.v.), chi phí đăng ký xác lập quyền đối với tài sản trí tuệ, chi phí nghiên cứu phát triển và các chi phí hợp lý khác.

### 10.3. Giá trị giảm do hao mòn của tài sản vô hình

#### a) Hao mòn của tài sản vô hình:

Hao mòn của tài sản vô hình chủ yếu bao gồm phần giá trị giảm đi do những lỗi thời về chức năng, về công nghệ, về kinh tế. Hao mòn về mặt vật lý không áp dụng đối với hầu hết các tài sản vô hình.

Hao mòn do lỗi thời chức năng xuất hiện khi tài sản vô hình không còn đáp ứng tốt chức năng ban đầu mà nó được tạo ra để thực hiện.



Lỗi thời chức năng có thể xảy ra do các nguyên nhân bên trong hoặc do sự thay đổi của môi trường bên ngoài.

Hao mòn do lỗi thời về công nghệ xuất hiện khi những chức năng mà tài sản vô hình được tạo ra ban đầu để thực hiện đã không còn cần thiết nữa, mặc dù tài sản vô hình vẫn đang thực hiện chức năng đó.

Hao mòn do lỗi thời về kinh tế tồn tại khi tài sản vô hình không tạo ra được tỷ lệ thu nhập hợp lý cho người sở hữu tài sản vô hình đó khi so sánh với tỷ lệ thu nhập trung bình trong ngành kinh tế mà loại tài sản vô hình này đóng vai trò quan trọng.

b) Ước tính phần giá trị giảm do hao mòn của tài sản vô hình:

Khi ước tính phần giá trị giảm do hao mòn của tài sản vô hình, cần xem xét một số yếu tố sau:

- Chênh lệch chi phí nghiên cứu, triển khai (chủ yếu liên quan tới phương pháp chi phí tái tạo): là chênh lệch giữa chi phí để nghiên cứu và triển khai xây dựng tài sản vô hình tại thời điểm thẩm định giá so với tại thời điểm tạo ra tài sản vô hình cần thẩm định giá.

- Chênh lệch chi phí vận hành: là chênh lệch giữa chi phí duy trì và sử dụng tài sản vô hình vào thời điểm thẩm định giá so với thời điểm bắt đầu đưa tài sản vô hình vào sử dụng. Chi phí này cần được tính cho suốt tuổi đời kinh tế còn lại và tuổi đời hiệu quả của tài sản vô hình.

- Lỗi thời về mặt kinh tế của tài sản vô hình là mức chênh lệch về hiệu quả kinh tế (thu nhập) từ việc sử dụng tài sản vô hình tại thời điểm thẩm định giá so với thời điểm bắt đầu đưa tài sản vô hình vào sử dụng.

- Tuổi đời kinh tế còn lại của tài sản vô hình. Ví dụ: Tài sản vô hình cần thẩm định giá có tuổi đời thực tế (trong trường hợp này đồng thời là tuổi đời hiệu quả) là 6 năm và tuổi đời kinh tế còn lại dự kiến là 12 năm. Như vậy, phần giá trị giảm đi do hao mòn và lỗi thời là  $33,33\% (= 6 / (12 + 6) \times 100\% = 6 / 18 \times 100\%)$ .

#### 10.4. Phương pháp chi phí tái tạo

a) Nội dung của phương pháp:

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Phương pháp chi phí tái tạo xác định giá trị của một tài sản vô hình thông qua việc tính toán chi phí tạo ra một tài sản khác tương đồng với tài sản vô hình cần thẩm định giá theo giá thị trường hiện hành.

Giá trị của Tài sản vô hình = Chi phí tái tạo – Giá trị hao mòn lũy kế + Lợi nhuận của nhà sản xuất

b) Thông tin cần có để áp dụng:

- Thông tin về chi phí cần thiết để tái tạo lại tài sản vô hình tương đồng với tài sản vô hình cần thẩm định.

- Thông tin về hao mòn và lỗi thời của tài sản vô hình cần thẩm định, hoặc của các tài sản vô hình tương tự với tài sản vô hình cần thẩm định giá trên thị trường.

c) Trường hợp áp dụng:

- Khi có thông tin, số liệu chi tiết về chi phí tạo ra tài sản vô hình, đặc biệt là khi phù hợp với mục đích xác định giá trị phi thị trường của tài sản vô hình cần thẩm định giá.

- Khi tính giá trị tài sản vô hình đối với người chủ sở hữu sử dụng (dựa trên giả định nếu người chủ sở hữu không còn tài sản vô hình này, họ buộc phải tạo ra tài sản vô hình tương tự thay thế để tiếp tục sử dụng).

- Khi xác định phần thiệt hại về các lợi ích từ tài sản vô hình do các hành vi sử dụng trái phép, phá vỡ hợp đồng, ...

- Có thể dùng làm một phương pháp bổ sung cho các phương pháp thẩm định giá khác.

### 10.5. Phương pháp chi phí thay thế

a) Nội dung của phương pháp:

Phương pháp chi phí thay thế xác định giá trị của một tài sản vô hình thông qua việc tính toán chi phí thay thế tài sản đó bằng một tài sản khác có chức năng, công dụng tương tự theo giá thị trường hiện hành.

Giá trị của Tài sản vô hình = Chi phí thay thế – Giá trị hao mòn lũy kế + Lợi nhuận của nhà sản xuất

Khi xác định giá trị của tài sản vô hình theo phương pháp chi phí thay thế thẩm định viên cần xem xét các nội dung sau: Các đặc điểm khác nhau có thể đo lường được của tài sản thay thế và tài sản thẩm định; Thời điểm đánh giá các chi phí thay thế so với thời điểm thẩm định giá.

b) Thông tin cần có để áp dụng:

- Thông tin về chi phí cần thiết để tạo ra tài sản vô hình có chức năng tương tự như tài sản vô hình cần thẩm định.

- Thông tin về hao mòn do lỗi thời của tài sản vô hình cần thẩm định, và/hoặc các tài sản vô hình tương tự trên thị trường.

c) Trường hợp áp dụng:

- Khi có thông tin, số liệu chi tiết về chi phí tạo ra tài sản vô hình.

- Khi tài sản vô hình tiếp tục được sử dụng bởi người chủ sở hữu (Dựa trên giả định nếu người chủ sở hữu không còn tài sản vô hình này và họ phải tạo ra tài sản vô hình tương tự để thay thế và sử dụng).

- Khi không xác định được dòng thu nhập hoặc các lợi ích kinh tế khác từ việc sử dụng tài sản vô hình. Ví dụ: phần mềm tự chế, nội dung trang thông tin điện tử, lực lượng lao động.

- Khi xác định giá trị bảo hiểm cho tài sản vô hình.

- Có thể dùng làm một phương pháp bổ sung cho các phương pháp thẩm định giá khác.

*10.6. Các nội dung cụ thể khác của cách tiếp cận chi phí được vận dụng theo nội dung đã được hướng dẫn tại Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam*

## 11. Cách tiếp cận từ thu nhập

### 11.1. Nội dung cách tiếp cận từ thu nhập

Cách tiếp cận từ thu nhập xác định giá trị của tài sản vô hình thông qua giá trị hiện tại của các khoản thu nhập, các dòng tiền và các chi phí tiết kiệm do tài sản vô hình mang lại.

Cách tiếp cận từ thu nhập gồm ba phương pháp chính là: phương pháp tiền sử dụng tài sản vô hình, phương pháp lợi nhuận vượt trội, phương pháp thu nhập tăng thêm.

### 11.2. Các dòng thu nhập

Tài sản vô hình có thể tạo ra các dòng thu nhập thông qua việc sử dụng tài sản vô hình, sở hữu tài sản vô hình (ví dụ: thông qua việc thu tiền sử dụng tài sản vô hình), hoặc hạn chế sử dụng tài sản vô hình.

Ví dụ về trường hợp tài sản vô hình có thể đóng góp vào dòng thu nhập thông qua việc hạn chế sử dụng tài sản vô hình là: Người sở hữu tài sản vô hình là một phần mềm máy tính nâng cấp quyết định trì hoãn, chưa tiến hành thương mại hóa phần mềm nâng cấp này để không ảnh hưởng đến giá trị của phần mềm tương tự phiên bản trước đó đang được bán trên thị trường.

Khi tiến hành thẩm định giá tài sản vô hình, tùy vào mục đích thẩm định giá, có thể phân tích: dòng thu nhập từ việc sử dụng tài sản vô hình đối với người sử dụng tài sản vô hình, dòng thu nhập từ việc thu tiền sử dụng tài sản vô hình đối với người sở hữu tài sản vô hình, hoặc cả hai dòng thu nhập trên.

### 11.3. Tỷ suất chiết khấu

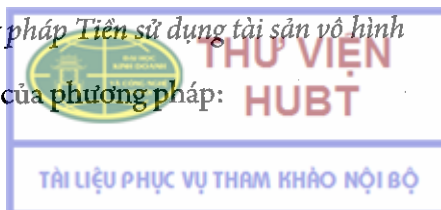
Tỷ suất chiết khấu theo phương pháp thu nhập cần phản ánh được giá trị biến đổi theo thời gian của tiền tệ và các rủi ro liên quan tới thu nhập từ tài sản vô hình cần thẩm định.

Tỷ suất chiết khấu được ước tính thông qua các thông tin từ thị trường của các tài sản vô hình tương tự, có thể là tỷ suất sinh lời trung bình của loại tài sản đó trên thị trường.

Tỷ suất chiết khấu đối với dòng tiền được tạo ra bởi tài sản vô hình cần thẩm định giá thường cao hơn chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) (do chứa đựng nhiều rủi ro hơn) và thấp hơn tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR). Riêng đối với các tài sản vô hình có giá trị chiếm đa số trong tổng giá trị của doanh nghiệp đang sử dụng tài sản vô hình đó, có thể cân nhắc sử dụng (WACC) của doanh nghiệp để làm tỷ suất chiết khấu.

### 11.4. Phương pháp Tiên sử dụng tài sản vô hình

a) Nội dung của phương pháp:



Giá trị của tài sản vô hình được tính toán trên cơ sở giá trị hiện tại của dòng tiền sử dụng tài sản vô hình mà tổ chức, cá nhân nhận được khi cho phép sử dụng tài sản vô hình.

Phương pháp này đặt ra giả định rằng tổ chức hoặc cá nhân không sở hữu tài sản vô hình phải trả tiền để sử dụng nó. Vì vậy, phương pháp này tính giá trị tài sản vô hình thông qua việc tính các khoản tiền sử dụng tài sản vô hình tiết kiệm được nếu tổ chức hoặc cá nhân đó sở hữu tài sản vô hình.

Phương pháp này được thực hiện bằng cách chiết khấu dòng tiền trong tương lai là khoản tiền sử dụng tài sản vô hình tiết kiệm được đã trừ thuế (nếu có).

Việc tính toán dòng tiền sử dụng tài sản vô hình, thuế, chi phí duy trì và các khoản chi phí hỗ trợ khác phải nhất quán. Cụ thể, nếu tổ chức cá nhân sở hữu tài sản vô hình chịu trách nhiệm trả chi phí duy trì (ví dụ chi phí quảng cáo, hoặc chi phí nghiên cứu duy trì và phát triển), thì tiền sử dụng tài sản vô hình cũng như dòng tiền trả để được sử dụng tài sản vô hình cũng cần tính đến các chi phí này. Ngược lại, nếu chi phí duy trì không bao gồm trong tiền sử dụng tài sản vô hình, thì chi phí này cũng cần được loại bỏ khỏi dòng tiền trả để sử dụng tài sản vô hình.

b) Thông tin cần có để áp dụng:

- Mức tiền sử dụng tài sản vô hình, có thể là:

+ Mức tiền sử dụng tài sản vô hình thực tế mà người chủ tài sản vô hình có được nhờ chuyển giao quyền sử dụng tài sản vô hình;

+ Mức tiền sử dụng tài sản vô hình giả định tức là khoản tiền người sử dụng giả thiết phải trả cho người chủ sở hữu tài sản vô hình. Mức tiền này được tính trên cơ sở mức tiền sử dụng tài sản vô hình của các tài sản vô hình tương tự được giao dịch trên thị trường, hoặc được tính trên phần lợi nhuận của việc sử dụng tài sản vô hình mà người sử dụng tài sản vô hình sẵn sàng trả cho người sở hữu tài sản vô hình trong một giao dịch khách quan và độc lập.

- Có các thông tin giao dịch của các tài sản tương tự về các quyền được luật pháp bảo hộ, các thông tin trên hợp đồng nhượng quyền sử dụng

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

tài sản vô hình như tiền sử dụng tài sản vô hình, các chi phí yêu cầu phải bỏ ra để duy trì (ví dụ như quảng cáo, nâng cấp sản phẩm, kiểm soát chất lượng), ngày sử dụng, ngày kết thúc hợp đồng nhượng quyền.

- Báo cáo tài chính và các tài liệu liên quan.

c) Trường hợp áp dụng:

- Khi có thông tin, số liệu cần thiết về tiền sử dụng tài sản vô hình của các tài sản vô hình tương tự trên thị trường.

- Khi cần tính mức bồi thường thiệt hại trong trường hợp có tranh chấp.

- Có thể dùng làm một phương pháp bổ sung cho các phương pháp thẩm định giá khác.

### 11.5. Phương pháp lợi nhuận vượt trội

a) Nội dung của phương pháp:

Phương pháp lợi nhuận vượt trội ước tính giá trị của tài sản vô hình trên cơ sở chênh lệch giữa các khoản lợi nhuận có được của một doanh nghiệp khi sử dụng và khi không sử dụng tài sản vô hình này.

Trong phương pháp lợi nhuận vượt trội, giá trị tài sản vô hình được ước tính trên cơ sở chênh lệch của giá trị hiện tại của hai dòng tiền chiết khấu trong trường hợp tài sản vô hình cần thẩm định giá được sử dụng để tạo ra thu nhập vượt trội cho chủ thể và trong trường hợp chủ thể không sử dụng tài sản vô hình cần thẩm định giá.

b) Thông tin cần có để áp dụng:

Một số hoặc tất cả các thông tin sau cần được cân nhắc trước khi áp dụng phương pháp lợi nhuận vượt trội:

- Lợi nhuận kỳ vọng, chi phí tiết kiệm được và các dòng thu nhập trong tương lai tạo ra cho một doanh nghiệp khi sử dụng tài sản vô hình và không sử dụng tài sản vô hình.

- Tỷ suất chiết khấu phù hợp để dự báo thu nhập trong tương lai.

c) Trường hợp áp dụng:



- Phương pháp này có thể áp dụng với cả tài sản vô hình tạo ra các khoản thu nhập tăng thêm và tài sản vô hình giúp tiết kiệm chi phí.

- Có thể dùng làm một phương pháp bổ sung cùng với các phương pháp thẩm định giá khác.

### 11.6. Phương pháp thu nhập tăng thêm

#### a) Nội dung của phương pháp:

Phương pháp thu nhập tăng thêm xác định giá trị của tài sản vô hình thông qua giá trị hiện tại của các dòng tiền được cho là phát sinh từ đóng góp của tài sản vô hình cần thẩm định giá sau khi loại trừ tỷ lệ dòng tiền phát sinh từ đóng góp của các tài sản khác.

Phương pháp thu nhập tăng thêm được thực hiện như sau:

- Ước tính các dòng tiền kỳ vọng được tạo ra do sử dụng tài sản vô hình cần thẩm định giá. Dòng tiền được tạo ra do sử dụng tài sản vô hình cần thẩm định giá được ước tính bằng cách giảm trừ khỏi dòng tiền kỳ vọng nói trên khoản đóng góp được tạo ra do sử dụng các tài sản hữu hình, tài sản tài chính và các tài sản vô hình khác với tài sản vô hình cần thẩm định (gọi chung là tài sản đóng góp).

Khoản đóng góp của tài sản đóng góp là khoản thu nhập hợp lý được tạo ra bởi tài sản đóng góp, bao gồm phần lợi nhuận từ tài sản đóng góp và phần bù đắp cho khoản đầu tư ban đầu do sự giảm giá trị của tài sản theo thời gian. Khoản thu nhập hợp lý cho tài sản đóng góp được tính thông qua các bước:

Bước 1: xác định những tài sản có đóng góp vào dòng tiền thu nhập;

Bước 2: ước tính giá trị của những tài sản đóng góp này;

Bước 3: xác định thu nhập của tài sản đóng góp trên cơ sở tỷ suất lợi nhuận hợp lý và giá trị của các tài sản đóng góp.

- Phần còn lại của dòng tiền kỳ vọng sau khi giảm trừ khoản đóng góp được tạo ra do sử dụng các tài sản đóng góp được chiết khấu về giá trị hiện tại. Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền đã điều chỉnh này là giá trị của tài sản vô hình cần thẩm định giá.

## MỘT SỐ TIÊU CHUẨN CỦA VIỆT NAM VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Trong trường hợp tài sản vô hình cần thẩm định giá được phép tính khấu hao theo quy định của pháp luật về kế toán, giá trị của tài sản vô hình cần thẩm định giá được tính thêm phần lợi ích dự kiến có được do không bị tính thuế thu nhập đối với phần giá trị khấu hao của tài sản vô hình.

### b) Thông tin cần có để áp dụng:

Các thông tin sau cần được cân nhắc khi áp dụng phương pháp thu nhập tăng thêm:

- Dòng tiền của doanh nghiệp tạo ra bởi tài sản vô hình cần thẩm định, bao gồm cả dòng thu nhập và các chi phí gắn liền với tài sản vô hình cần thẩm định;

- Chi phí sử dụng các tài sản phụ trợ cần thiết và gắn liền với việc sử dụng hiệu quả tài sản vô hình cần thẩm định;

- Tỷ suất chiết khấu phù hợp để chuyển đổi về giá trị hiện tại của tài sản vô hình cần thẩm định;

- Các chi phí hoặc lợi ích liên quan, ví dụ mức thuế áp dụng với việc sử dụng tài sản vô hình cần thẩm định.

### c) Trường hợp áp dụng:

- Khi thẩm định giá các tài sản vô hình có sự kết hợp với các tài sản khác trong một nhóm tài sản để tạo ra dòng tiền. Trong đó, tài sản vô hình cần thẩm định giá có tác động chính yếu tới dòng thu nhập, phần đóng góp từ các tài sản khác là không chính yếu.

- Có thể dùng làm phương pháp bổ sung cho các phương pháp thẩm định giá khác.

*11.7. Các nội dung cụ thể khác của cách tiếp cận thu nhập được thực hiện theo các tiêu chuẩn thẩm định giá khác của Hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam.*





NHÀ XUẤT BẢN

ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI

16 Hàng Chuối - Hai Bà Trưng - Hà Nội

Giám đốc - Tổng Biên tập: (024)39715011

Hành chính: (024)39714899; Fax: (024)39724736

Quản lý xuất bản: (024) 39728806

Biên tập: (024) 39714896

**Chịu trách nhiệm xuất bản: Giám đốc - Tổng Biên tập: TS. PHAM THỊ TRÂM**

Biên tập xuất bản: Phan Hải Như

Chế bản: Trần Võ

Trình bày bìa: Nguyễn Ngọc Lâm

Đối tác liên kết: Trung tâm Kinh doanh xuất bản và phát hành sách

---

## **BÀN TRÒN ĐỊNH GIÁ VÀ M&A**

**Tuyển tập bài viết về định giá và M&A của**

**các chuyên gia BTCVALUE & nhóm nghiên cứu MAF**

---

Mã số: 2L - 132 ĐH2018

In 2000 cuốn, khổ 16 x 24 cm tại Công ty Cổ phần In Sách Việt Nam

Địa chỉ: 22B Hai Bà Trưng, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Số xác nhận ĐKXB: 2670-2018/CXBIPH/02-248/ĐHQGHN, ngày 01/8/2018

Quyết định xuất bản số: 1048LK-XH/QĐ - NXB ĐHQGHN, ngày 01/8/2018

In xong và nộp lưu chiểu năm 2018.

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**



**THƯ VIỆN  
HUBT**

**TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ**



Diễn đàn M&A Việt Nam - do Báo Đầu tư và AVM Vietnam sáng lập từ năm 2009 - là một mạng lưới kết nối và sự kiện thường niên lớn nhất Việt Nam về Mua bán sáp nhập và đầu tư chiến lược. Trải qua 10 năm hoạt động, Diễn đàn M&A Việt Nam đã thu hút sự tham dự của hơn 350 diễn giả, trên 4.000 lãnh đạo cấp cao của các quỹ đầu tư, các tổ chức tư vấn, các tập đoàn, các doanh nghiệp Việt Nam và quốc tế.

Bên cạnh những hoạt động kết nối đầu tư, Nhóm nghiên cứu của Diễn đàn (MAF Research Group) đã thực hiện các báo cáo nghiên cứu và xuất bản những ấn phẩm thường niên về đánh giá thị trường M&A Việt Nam, các thương vụ M&A tiêu biểu.

Cùng với sự hợp tác của tổ chức đào tạo CMAC và các chuyên gia hàng đầu thế giới, Diễn đàn M&A Việt Nam đã tổ chức đào tạo cho trên 1.000 lãnh đạo, nhà quản lý của các tập đoàn, công ty, tổ chức tư vấn tại Việt Nam.

#### Thông tin liên hệ:

[www.mavietnamforum.com](http://www.mavietnamforum.com) | [maf@avm.vn](mailto:maf@avm.vn)



BTCVALUE là tổ chức thẩm định giá chuyên nghiệp được sáng lập bởi các chuyên gia, thẩm định viên nhiều kinh nghiệm và AVM Vietnam - tổ chức tư vấn và dịch vụ đầu tư tại Việt Nam. Công ty đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn chuyên môn của Bộ tài chính và IVSC (Ủy ban tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế).

BTCVALUE cung cấp các dịch vụ chuyên sâu về thẩm định giá bao gồm thẩm định giá bất động sản, máy móc thiết bị, định giá doanh nghiệp và thương hiệu. Đặc biệt, với đội ngũ Thẩm định viên, chuyên gia và cố vấn cao cấp của mình, chúng tôi là đơn vị hàng đầu trong hoạt động thẩm định giá cho hoạt động đầu tư và M&A, định giá thương hiệu, thẩm định giá mỏ khoáng sản.

#### Thông tin liên hệ:

[www.btcvalue.vn](http://www.btcvalue.vn) | 024 - 2246 6968 | [info@btcvalue.vn](mailto:info@btcvalue.vn)

#### Thông tin bản quyền

Copyrights © 2018. Bản quyền các bài viết thuộc về các tác giả, bản quyền ấn phẩm "Bản tròn định giá và M&A" cũng như nội dung biên tập thuộc về BTCVALUE và nhóm nghiên cứu MAF.

ISBN: 978-604-968-822-5



**Giá: 100.000đ**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ