

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

LÂM THỊ THANH HUYỀN

**HOÀN THIỆN PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN
TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP
Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành : Tài chính - Ngân hàng

Mã số : 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI - 2021

**Công trình được hoàn thành
tại Học viện Tài chính**

Người hướng dẫn khoa học: PGS,TS. Nguyễn Đăng Nam

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

**Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án
cấp Học viện, họp tại Học viện Tài chính**

Vào hồi..... giờ..... ngày..... tháng..... năm 20.....

**Có thể tìm hiểu luận án tại Thư viện Quốc gia
và Thư viện Học viện Tài chính**

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế, nhu cầu TĐGTDN ngày càng cao. Trong bất kỳ hoạt động nào của nền kinh tế gần như cũng đều cần đến thông tin về GTDN, có thể kể đến như: hoạt động mua bán, sáp nhập, hợp nhất hoặc chia nhỏ DN; các quyết định về kinh doanh và tài chính của nhà quản trị DN, nhà đầu tư; cổ phần hóa các DNNN; trong hoạt động quản lý kinh tế vĩ mô;... Trong thời gian qua, có thể thấy, hoạt động TĐGTDN đã và đang góp phần không nhỏ vào sự phát triển của thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung. Tuy nhiên việc định lượng được loại tài sản này là điều không hề đơn giản, bởi vốn dĩ DN vẫn được coi là một “hàng hóa đặc biệt”.

Hiện nay, có rất nhiều các cách khác nhau để xác định GTDN nhưng tựu chung lại có thể được chia dựa trên ba cách tiếp cận cơ bản sau: tiếp cận thị trường, tiếp cận chi phí và tiếp cận thu nhập. Trong đó, cách tiếp cận về thu nhập với các phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) ngày càng được sử dụng rộng rãi và đáng tin cậy trên thế giới. Về mặt lý luận, việc TĐG dựa trên các phương pháp CKDT đã khắc phục được những hạn chế của các cách tiếp cận khác; dựa trên sự phân tích mang tính phổ quát và chiến lược, có tính logic và khoa học; định lượng được các yếu tố “phi vật chất” mà các phương pháp khác không giải quyết được... Chính vì vậy, kết quả dựa trên phương pháp này mang tính thuyết phục cao hơn với điều kiện các thông tin đầu vào cho quá trình tính toán đạt được sự tin cậy ở mức độ cần thiết.

Tuy nhiên, thực tế ở Việt Nam, chỉ có hai phương pháp thường được sử dụng là: phương pháp tài sản và phương pháp CKDT. Trong đó phương pháp tài sản được sử dụng phổ biến hơn hẳn còn phương pháp CKDT ít được sử dụng hoặc nếu được sử dụng thì cũng gặp phải nhiều khó khăn và vướng mắc. Từ năm 2018 trở lại đây, với sự thay đổi về quy định pháp lý trong cổ phần hóa, thoái vốn Nhà nước, đặc biệt là sự ra đời của tiêu chuẩn thẩm định giá số 12, phương pháp CKDT đã và đang được sử dụng nhiều hơn. Tuy nhiên, trong quá

trình triển khai, vẫn còn tồn tại không ít những bất cập, có thể kể đến như: (1) hệ thống pháp lý chưa đầy đủ và đồng bộ: thiếu những hướng dẫn mang tính cụ thể và thống nhất; (2) phương tiện, kỹ thuật tính toán chưa được áp dụng một cách bài bản và khoa học; (3) thiếu thông tin đầu vào tin cậy; (4) đội ngũ thẩm định viên thiếu kinh nghiệm, “non” về mặt chuyên môn ... cho nên kết quả cuối cùng chỉ mang tính tham chiếu, đó là chưa kể đến có rất nhiều trường hợp cố tình làm sai lệch kết quả với mục đích cá nhân.

Bên cạnh đó, những nghiên cứu có liên quan về phương pháp CKDT ở Việt Nam còn rất hạn chế. Việc tổng kết, đánh giá, rút kinh nghiệm từ thực tế hoạt động TĐGTDN trong thời gian qua cũng chưa được thực hiện thường xuyên, kịp thời. Do đó, để phương pháp CKDT ngày càng được vận dụng rộng rãi, đáp ứng được các yêu cầu của hoạt động TĐGTDN nói riêng và góp phần vào sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam nói chung, rất cần những giải pháp mang tính đồng bộ cũng như những điều kiện cần thiết. Xuất phát từ những lý do trên, nghiên cứu sinh đã lựa chọn vấn đề: ***“Hoàn thiện phương pháp chiết khấu dòng tiền trong thẩm định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam”*** làm đề tài nghiên cứu cho luận án của mình.

2. Tổng quan trình tình hình nghiên cứu có liên quan đến đề tài

Luận án đã nghiên cứu các công trình khoa học, các luận án tiến sĩ, các bài báo trong nước và ngoài nước có liên quan đến phương pháp CKDT trong TĐGTDN. Từ đó, luận án đã chỉ ra được khoảng trống cần nghiên cứu và hướng nghiên cứu tiếp theo.

a. Khoảng trống nghiên cứu

- ***Thứ nhất***: Những nghiên cứu về TĐGTDN nói chung và TĐGTDN theo phương pháp CKDT trên thế giới đã đặt nền tảng lý luận cũng như cung cấp những bằng chứng định lượng về các vấn đề liên quan. Phần lớn các nghiên cứu này được thực hiện tại các quốc gia phát triển nơi khung khổ pháp lý hoàn thiện, thị trường vận hành minh bạch, rõ ràng, quyền lợi của các chủ sở hữu được bảo đảm. Nghiên cứu về TĐGTDN tại các nền kinh tế đang phát triển nói chung và Việt Nam nói riêng còn tương đối ít. Những nghiên cứu thực nghiệm về phương

pháp CKDT tại một số nước trên thế giới thường đã được thực hiện khá lâu. Vì thế, những nghiên cứu này có sự khác biệt rất lớn cả về mặt không gian và thời gian. Tuy nhiên những nghiên cứu này vẫn có giá trị khoa học và là tư liệu quý để tham khảo, học tập kinh nghiệm trong việc vận dụng phương pháp CKDT ở Việt Nam.

- **Thứ hai:** Với một thị trường đang trong giai đoạn chuyển đổi như Việt Nam, rất cần những nghiên cứu làm rõ các nội dung về TĐGTDN nói chung và TĐGTDN theo phương pháp CKDT nói riêng làm cơ sở cho các nhà hoạch định ban hành chính sách cũng như các DN có chức năng TĐG vận dụng một cách linh hoạt vào thực tiễn, đáp ứng yêu cầu đang ngày một gia tăng của thị trường.

- **Thứ ba:** Ở Việt Nam, tính đến thời điểm hiện tại, chưa có bất kỳ một công trình nào đi nghiên cứu trực diện về phương pháp CKDT trong TĐGTDN cũng như phản ánh được thực trạng việc vận dụng phương pháp này ở nước ta ra sao. Các nghiên cứu ở trong nước mới chỉ dừng lại ở một mặt, một khía cạnh nào đó có liên quan đến phương pháp CKDT. Rõ ràng, đây vẫn còn là một mảng rất mới, cần được tiếp tục làm rõ cả về lý luận lẫn thực tiễn, là cơ sở cho việc hoạch định chính sách của các cơ quan Nhà nước, là mối quan tâm của các đơn vị có chức năng TĐGTDN và các chủ thể có liên quan...

Vì vậy, đề tài nghiên cứu đảm bảo tính cấp thiết và không có sự trùng lặp với bất kỳ công trình nghiên cứu nào trước đây.

b. Hướng nghiên cứu của luận án:

Xuất phát từ khoảng trống nghiên cứu như đã trình bày ở trên, luận án đi vào nghiên cứu trực diện về phương pháp CKDT trong TĐGTDN ở Việt Nam. Đối với các nước trên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng, hoạt động TĐGTDN phải tuân thủ theo các quy định pháp lý có liên quan cũng như hệ thống Tiêu chuẩn TĐG của quốc gia. Vì vậy, luận án nghiên cứu về phương pháp CKDT trong TĐGTDN được ban hành trong các văn bản pháp lý, Tiêu chuẩn TĐG Việt Nam cũng như việc vận dụng phương pháp này tại các DN có chức năng TĐG để có được những đánh giá sát thực, đầy đủ trên cả hai góc độ pháp lý và thực tiễn. Qua đó, luận án đề xuất được các giải pháp mang tính đồng bộ, khả thi và phù hợp nhằm hoàn thiện việc vận dụng phương pháp CKDT ở Việt Nam trong thời gian tới.

3. Mục đích nghiên cứu

Trên cơ sở nghiên cứu lý luận và thực tiễn, luận án đề xuất các giải pháp nhằm hoàn thiện phương pháp CKDT trong việc TĐGTDN ở Việt Nam thời gian tới.

Để đạt được mục đích trên, luận án có các nhiệm vụ sau:

- **Thứ nhất**, tổng hợp, hệ thống hoá và làm rõ cơ sở lý luận về DN và TĐGTDN, đặc biệt là TĐGTDN theo phương pháp CKDT; phân tích các yếu tố ảnh hưởng tới giá trị DN cũng như các yếu tố ảnh hưởng tới việc vận dụng phương pháp CKDT; xem xét có chọn lọc kinh nghiệm sử dụng phương pháp CKDT của một số nước trên thế giới để từ đó rút ra bài học ở Việt Nam;

- **Thứ hai**, phân tích, đánh giá thực trạng việc vận dụng phương pháp CKDT trong TĐGTDN tại Việt Nam và chỉ ra những ưu, nhược điểm của việc vận dụng phương pháp này trong điều kiện kinh tế thị trường hiện đại và hội nhập sâu rộng như hiện nay; đồng thời chỉ ra nguyên nhân của những hạn chế này làm cơ sở đề xuất các giải pháp.

- **Thứ ba**, đề xuất giải pháp nhằm hoàn thiện phương pháp CKDT trong TĐGTDN tại Việt Nam trong thời gian tới.

4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- **Đối tượng nghiên cứu**: Đối tượng nghiên cứu của luận án là những vấn đề lý luận và thực tiễn áp dụng phương pháp CKDT trong TĐGTDN ở Việt Nam.

- Phạm vi nghiên cứu

+ **Về nội dung**: luận án nghiên cứu về phương pháp CKDT trong TĐGTDN được ban hành theo tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam cũng như các văn bản pháp lý có liên quan và việc vận dụng phương pháp CKDT trong TĐGTDN tại các DN có chức năng TĐG.

+ **Về không gian**: luận án tập trung nghiên cứu về việc vận dụng phương pháp CKDT trong TĐGTDN tại các DN có chức năng TĐG điển hình trên toàn lãnh thổ Việt Nam.

- *Về thời gian:* luận án giới hạn phạm vi nghiên cứu trong giai đoạn từ năm 2005-2020 và đưa ra giải pháp kiến nghị từ năm 2021-2030.

5. Ý nghĩa lý luận và thực tiễn

- *Về mặt lý luận:* Hệ thống hoá và làm rõ thêm những vấn đề lý luận liên quan đến TĐGTDN và nội dung của phương pháp CKDT. Đặc biệt là làm rõ các nhân tố ảnh hưởng đến việc vận dụng phương pháp này trong thực tế cũng như tìm hiểu bài học kinh nghiệm của một số quốc gia phát triển trên thế giới và trong khu vực trong TĐGTDN theo phương pháp CKDT.

- *Về mặt thực tiễn:* luận án đã phản ánh một cách hệ thống và phân tích thực trạng về phương pháp CKDT được quy định trong các văn bản pháp lý cũng như việc vận dụng phương pháp CKDT tại các DN có chức năng TĐG ở Việt Nam. Qua đó, đưa ra những đánh giá về mặt thành công và hạn chế của hoạt động này; làm rõ nguyên nhân của những hạn chế; nhằm đề xuất và kiến nghị về định hướng và giải pháp hoàn thiện phương pháp CKDT ở Việt Nam trong thời gian tới.

6. Cách tiếp cận và phương pháp nghiên cứu

Từ góc độ người nghiên cứu khoa học độc lập, luận án sử dụng phương pháp luận duy vật biện chứng và duy vật lịch sử. Trong đó, các phương pháp nghiên cứu cụ thể như: phương pháp thống kê, phương pháp so sánh, phương pháp phân tích và tổng hợp... Đặc biệt, tác giả đã kết hợp sử dụng các phương pháp nghiên cứu hiện đại, tiến hành điều tra, khảo sát và sử dụng phần mềm thống kê SPSS 20.0 để phân tích và đánh giá số liệu...

7. Những đóng góp mới của luận án

- *Thứ nhất:* luận án đã làm rõ được các nhân tố khách quan và chủ quan ảnh hưởng tới việc vận dụng phương pháp CKDT trong TĐGTDN. Đặc biệt, luận án đã nghiên cứu kinh nghiệm về quy định cũng như việc vận dụng phương pháp CKDT tại năm quốc gia trên thế giới, từ đó rút ra bốn bài học kinh nghiệm cho Việt Nam, cụ thể: về quản lý hành nghề TĐGTDN; thu thập thông tin; ước tính tham số và về trình độ, đạo đức của TĐV trong TĐGTDN.

- *Thứ hai:* luận án đã đưa ra những đánh giá độc lập về thực trạng vận dụng phương pháp CKDT trong TĐGTDN ở Việt Nam từ năm 2005-2020 thông qua ba nội dung cơ bản: (1) Về xây dựng quy trình TĐGTDN theo phương pháp CKDT;

(2) Về thu thập, xử lý và phân tích thông tin; (3) Về việc vận dụng và ước tính các tham số trong các mô hình TĐGTDN theo phương pháp CKDT trên hai góc độ: nghiên cứu quy định về phương pháp CKDT được ban hành trong các văn bản pháp luật hiện hành có liên quan và thực tế vận dụng phương pháp CKDT tại các DN có chức năng TĐG ở Việt Nam hiện nay. Ngoài việc đánh giá dựa trên số liệu thứ cấp, tác giả còn tiến hành khảo sát ý kiến của TĐV để có cái nhìn khách quan, toàn diện hơn.

- *Thứ ba*: trên cơ sở xem xét bối cảnh kinh tế xã hội, định hướng hoạt động của ngành TĐG trong thời gian tới, luận án đã đưa ra quan điểm hoàn thiện phương pháp CKDT trong TĐGTDN ở Việt Nam; đồng thời đề xuất hệ thống các giải pháp về phía các DN có chức năng TĐG cũng như về phía các cơ quan Nhà nước có thẩm quyền để hoàn thiện hơn nữa việc TĐGTDN theo phương pháp CKDT tại Việt Nam.

8. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo và phụ lục, luận án bao gồm 3 chương:

Chương 1: Lý luận chung về phương pháp chiết khấu dòng tiền trong thẩm định giá trị doanh nghiệp

Chương 2: Thực trạng phương pháp chiết khấu dòng tiền trong thẩm định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam

Chương 3: Giải pháp hoàn thiện phương pháp chiết khấu dòng tiền trong thẩm định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam

Chương 1

LÝ LUẬN CHUNG VỀ PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

1.1. TỔNG QUAN VỀ THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Phần này luận án đi vào phân tích các khái niệm về DN, GTDN, làm rõ các yếu tố tác động tới GTDN; đồng thời nghiên cứu tổng quan về TĐGTDN bao gồm: khái niệm, mục đích, cơ sở giá trị và các phương pháp TĐGTDN được sử dụng hiện nay. Nhìn chung, các phương pháp TĐG tài sản nói chung và TĐGTDN nói riêng đều được xây dựng dựa trên ba cách tiếp cận sau:

- Cách tiếp cận chi phí (thể hiện là nhóm phương pháp phân tích tài sản)
- Cách tiếp cận thu nhập (thể hiện là nhóm phương pháp CKDT)
- Cách tiếp cận thị trường (thể hiện là nhóm phương pháp so sánh tỷ số)

1.2. PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

1.2.1. Khái niệm phương pháp chiết khấu dòng tiền

Phương pháp CKDT trong TĐGTDN là việc quy đổi dòng thu nhập thuần DN tạo ra trong tương lai về giá trị hiện tại với một tỷ suất chiết khấu (TSCK) phù hợp.

1.2.2. Cơ sở của phương pháp chiết khấu dòng tiền

Các phương pháp CKDT đều dựa trên quan điểm lợi ích thu được từ việc sử dụng tài sản mà DN mang lại trong tương lai (khác với cách tiếp cận của phương pháp tài sản là dựa vào giá trị tài sản mà DN hiện có).

1.2.3. Nội dung phương pháp chiết khấu dòng tiền trong thẩm định giá trị doanh nghiệp

1.2.3.1. Xây dựng quy trình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Nhìn chung, quy trình TĐGTDN tương tự như quy trình TĐG các tài sản khác, nhưng nội dung cụ thể của các bước cần được điều chỉnh phù hợp với việc TĐGTDN. Quy trình TĐGTDN theo phương pháp CKDT gồm có 6 bước:

- 1/ Xác định vấn đề
- 2/ Lập kế hoạch TĐG
- 3/ Khảo sát và thu thập tài liệu về doanh nghiệp cần TĐG
- 4/ Phân tích các thông tin thu thập
- 5/ Ước tính giá trị doanh nghiệp cần TĐG
- 6/ Phần chuẩn bị báo cáo, chứng thư và lập báo cáo, chứng thư TĐG

1.2.3.2. Thu thập và xử lý, phân tích thông tin

📌 Về thu thập thông tin

Thu thập thông tin là quá trình xác định nhu cầu thông tin, tìm nguồn thông tin, thực hiện tập hợp thông tin theo yêu cầu nhằm đáp ứng mục tiêu đã được định trước.

📌 Về xử lý thông tin

Xử lý thông tin là việc sắp xếp, phân tích các dữ liệu có được theo yêu cầu, tiêu chí cụ thể một cách khoa học, chính xác, khách quan nhằm cung cấp những cơ sở để xem xét, giải quyết một vấn đề.

📌 Về phân tích thông tin

Trên cơ sở những thông tin thu thập được, TĐV cần tiến hành phân tích một cách kỹ lưỡng để phục vụ cho việc ước tính GTDN một cách hợp lý và tin cậy. Cụ thể: Phân tích môi trường bên ngoài và môi trường bên trong; Phân tích BCTC của DN.

1.2.3.3. Các mô hình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền và cách ước tính các tham số trong mô hình

1/ Mô hình chiết khấu dòng cổ tức

a. Cơ sở của mô hình:

Giá trị thực của một chứng khoán phải được đánh giá bằng độ lớn các khoản thu nhập mà nhà đầu tư chắc chắn sẽ nhận được từ chính DN đó, chứ không phải thu nhập có được do yếu tố đầu cơ chứng khoán. Theo đó, giá trị DN sẽ bằng tổng giá trị các loại chứng khoán mà DN đã phát hành.

b. Phương pháp xác định:

Công thức chung để xác định giá trị thực của các loại chứng khoán như sau:

$$P_0 = \frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó:

- P_0 : giá trị thực của cổ phiếu;
- d_t : lợi tức cổ phiếu ở năm thứ t ;
- r : tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư (TSCK);
- n : số năm nhận cổ tức.

Như vậy, có 2 vấn đề cần quan tâm ở đây đó là: TSCK- r và dòng cổ tức của DN.

➤ ***Thứ nhất: cách ước tính TSCK- r***

TSCK ở đây chính là chi phí sử dụng VCSH hoặc tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông đối với cổ phần thường. Hiện nay, có rất nhiều mô hình khác nhau để xác định tỷ suất sinh lời đòi hỏi của CSH. Có thể kể đến một vài mô hình tiêu biểu như: Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), Mô hình Fama-French ba nhân tố, Mô hình kinh doanh chênh lệch giá (APM), Kết hợp mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) và lý thuyết cơ cấu vốn Modigliani & Miller (M&M)

➤ ***Thứ hai: cách ước tính dòng cổ tức***

Vì cổ tức không thể dự báo được trong vô hạn nên người ta phát triển các mô hình chiết khấu dòng cổ tức khác nhau như sau: Mô hình không tăng trưởng; Mô hình tăng trưởng Gordon; Mô hình chiết khấu dòng cổ tức hai giai đoạn; Mô hình H; Mô hình chiết khấu dòng cổ tức ba giai đoạn:

c. Ưu điểm và hạn chế của mô hình chiết khấu dòng cổ tức

2/ Mô hình chiết khấu lợi nhuận thuần

a. Cơ sở của mô hình:

GTDN được đo bằng độ lớn của các khoản lợi nhuận thuần mà DN có thể mang lại cho CSH trong suốt thời gian tồn tại của DN.

b. Phương pháp xác định:

• **Cách xác định lợi nhuận thuần (NI)**

- Sử dụng số liệu về lợi nhuận thuần của DN trong quá khứ:
- Thực hiện việc điều chỉnh đối với lợi nhuận thuần của DN trong quá khứ.
- Ước tính lợi nhuận thuần của DN trong tương lai

• **Cách xác định TSCK:**

Trong thực tế, có thể sử dụng chi phí sử dụng vốn bình quân của DN-WACC hoặc lãi suất trái phiếu Chính phủ dùng để tính toán.

• **Áp dụng công thức dùng để tính toán:**

Ta có công thức xác định giá trị DN như sau:

$$V_0 = \frac{NI_1}{(1+r)} + \frac{NI_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NI_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{NI_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó:

- V_0 là giá trị DN đối với CSH
- NI_t là lợi nhuận thuần năm thứ t .
- r là tỷ suất hiện tại hóa hay còn gọi là tỷ suất chiết khấu.

Để đơn giản trong quá trình tính toán, người ta xây dựng nên ba giả định cơ bản đó là: lợi nhuận thuần bằng nhau qua các năm, lợi nhuận thuần tăng đều qua các năm và lợi nhuận thuần hàng năm tăng không đều nhau đến năm thứ n , từ năm $n+1$ trở đi tăng với tốc độ ổn định là $g\%$.

c. Ưu điểm và hạn chế của mô hình

3/ Mô hình chiết khấu dòng tiền thuần.

a. Cơ sở của mô hình:

Nhà đầu tư đã số bỏ vốn vào DN với mục đích và chiến lược nhất định. Tức là khi họ đầu tư vào một DN nào đó đồng nghĩa với việc họ đang muốn thâm tóm quyền kiểm soát DN. Khi đó, cách nhìn nhận của họ về giá trị DN có sự khác biệt so với các phương pháp khác.

b. Phương pháp xác định:

- **Mô hình chiết khấu dòng tiền thuần của DN (FCFF)**

+ Khái niệm về dòng tiền thuần của DN (FCFF):

Dòng tiền thuần của DN (FCFF- Free cash flows to firm) là tổng dòng tiền thu nhập của tất cả những đối tượng có quyền lợi trong DN, bao gồm các chủ nợ và CSH (trái chủ, cổ đông thường, cổ đông ưu đãi).

+ Cách xác định FCFF:

□ Cách 1: Cộng các dòng tiền thu nhập của tất cả các đối tượng có quyền lợi đối với tài sản của DN. Theo đó:

$FCFF = \text{Dòng tiền thuần vốn CSH} + \text{Chi phí lãi vay} (1 - \text{thuế suất thuế TNDN}) + \text{Thanh toán nợ gốc} - \text{Vay nợ mới} + \text{Cổ tức ưu đãi}$.

□ Cách 2: Ước lượng dòng tiền trước khi thanh toán cho các đối tượng có quyền lợi đối với tài sản, theo cách này sẽ xuất phát từ lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) làm cơ sở tính toán. Theo đó:

***FCFF = EBIT (1- thuế suất thuế TNDN)- Chi đầu tư mới vào TSCĐ+
Khấu hao- Thay đổi nhu cầu VLĐ***

***= Lợi nhuận ròng + Chi phí lãi vay (1- thuế suất thuế TNDN) + Khấu
hao- Chi đầu tư mới vào TSCĐ- Thay đổi nhu cầu VLĐ***

+ Cách xác định TSCK

Tỷ suất chiết khấu được sử dụng là chi phí sử dụng vốn bình quân của DN-WACC, được tính theo phương pháp bình quân gia quyền giữa chi phí sử dụng vốn nợ (sau thuế) và chi phí sử dụng VCSH.

+ Áp dụng công thức dùng để tính toán

Giá trị DN được tính bằng công thức:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{(1+r)} + \frac{FCFF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó: V_0 : giá trị DN tổng thể

$FCFF_t$: Dòng tiền thuần năm thứ t

n : Số năm mang lại dòng tiền

r : TSCK được xác định bằng WACC.

Để thuận lợi cho việc tính toán người tính thường đưa ra những giả định để dễ dàng hơn trong việc triển khai xác định GTDN. Có 3 giả định cơ bản và thường gặp, đó là: Dòng tiền thuần bằng nhau qua các năm; Dòng tiền thuần tăng đều hàng năm với tốc độ $g\%$; Dòng tiền thuần hàng năm tăng không đều nhau đến năm n , từ năm $n+1$ trở đi FCFF dự kiến theo hai tình huống: *Tình huống 1*: tăng đều với tốc độ là $g\%/năm$, *Tình huống 2*: ổn định hàng năm.

- Mô hình chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ (FCFE- Free cash flows to Equity)

+ Khái niệm về dòng tiền thuần vốn chủ (FCFE):

Dòng tiền thuần thuộc về CSH là dòng tiền thuộc về CSH sau khi đã trừ đi các khoản sau: chi phí hoạt động kinh doanh (gồm cả thuế), các khoản đầu tư vốn cần thiết để duy trì năng lực sản xuất của DN, dòng tiền thuộc chủ nợ.

+ Cách xác định FCFE:

Một cách tổng quát nhất, dòng tiền này được xác định như sau:

FCFE= Dòng tiền vào của chủ sở hữu- Dòng tiền ra của chủ sở hữu

Như vậy:

$FCFE = [EBIT(1 - \text{thuế suất thuế TNDN}) - \text{Lãi vay} + \text{Khấu hao TSCĐ} + \text{Vay nợ mới}] - [\text{Chi đầu tư mới vào TSCĐ} + \text{Thay đổi nhu cầu VLD} + \text{Trả nợ gốc cũ}]$

+ **Cách xác định TSCK:**

Vì dòng tiền dùng để tính toán trong phương pháp này là dòng tiền thuần mang lại cho chủ sở hữu nên TSCK thích hợp ở đây chính là chi phí sử dụng VCSH- r_e .

+ **Áp dụng công thức dùng để tính toán:**

Giá trị DN được tính bằng công thức: V

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{(1+r_e)} + \frac{FCFE_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{FCFE_n}{(1+r_e)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t}$$

Trong đó: V_0 : giá trị DN đối với CSH

$FCFE_t$: Dòng tiền thuần VCSH năm thứ t

n : Số năm mang lại dòng tiền

r : TSCK được xác định bằng chi phí sử dụng VCSH- r_e

Nhằm dễ dàng hơn trong việc triển khai công thức để xác định giá trị DN, người ta đưa ra các mô hình. Về cơ bản, các mô hình này không có sự khác biệt nhiều so với mô hình DDM truyền thống. Có 3 mô hình cơ bản và thường gặp đó là: mô hình FCFE một giai đoạn, hai giai đoạn và ba giai đoạn.

c. Ưu điểm và hạn chế của mô hình

4/ Mô hình giá trị hiện tại có điều chỉnh (APV)

a. Cơ sở lý luận của mô hình:

Ý tưởng của phương pháp APV bắt đầu với giá trị công ty không có nợ vay. Khi tính thêm nợ vay, tác động thuần của nợ vay lên giá trị sẽ được kiểm tra bằng cách xem xét cả lợi ích đạt được và cái giá phải trả khi đi vay. Theo đó, giá trị công ty theo phương pháp APV được xác định qua ba tham số: Giá trị công ty không đòn bẩy tài chính, giá trị lợi ích lá chắn thuế, và chi phí phá sản dự tính.

b. Các bước tiến hành:

- ✓ Bước 1: Ước tính giá trị công ty không sử dụng nợ vay
- ✓ Bước 2: Ước tính giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhận được từ việc đi vay
- ✓ Bước 3: Ước tính chi phí phá sản dự tính
- ✓ Bước 4: Áp dụng công thức dùng để ước tính GTDN

c. Ưu điểm của mô hình APV**5/ Mô hình giá trị kinh tế gia tăng (EVA)****a. Cơ sở của mô hình:**

GTDN được ước tính bằng cách lấy tổng vốn đầu tư cộng với giá trị kinh tế gia tăng của tổng vốn đầu tư tại DN.

b. Các bước xác định:

- ✓ Bước 1: xác định tổng vốn đầu tư của DN- TC
- ✓ Bước 2: xác định giá trị kinh tế gia tăng EVA
- ✓ Bước 3: Áp dụng công thức dùng để tính toán

$$V_0 = TC + EVA$$

Trong đó:

V_0 : giá trị DN (đối với cả CSH và chủ nợ)

TC (total capital): tổng vốn đầu tư

EVA: giá trị kinh tế gia tăng

c. Ưu điểm của mô hình EVA

1.3. CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI VIỆC VẬN DỤNG PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

1.3.1. Nhóm các nhân tố chủ quan

Bao gồm các nhân tố như: Trình độ, kinh nghiệm và đạo đức của TĐV; Công tác tổ chức hoạt động TĐG; Sự tin cậy của thông tin, tài liệu thu thập phục vụ công tác TĐG; Ứng dụng khoa học công nghệ vào công tác TĐG.

1.3.2. Nhóm các nhân tố khách quan

Bao gồm các nhân tố như: Sự đồng bộ, hợp lý và minh bạch của môi trường pháp lý; Sự ổn định và phát triển của môi trường kinh tế; Sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong lĩnh vực TĐG.

1.4. KINH NGHIỆM QUỐC TẾ LIÊN QUAN TỚI PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ BÀI HỌC RÚT RA ĐỐI VỚI VIỆT NAM

1.4.1. Kinh nghiệm quốc tế liên quan tới phương pháp chiết khấu dòng tiền trong thẩm định giá trị doanh nghiệp

Luận án đã nghiên cứu kinh nghiệm của năm quốc gia là: Anh, Mỹ, Canada, Malaysia, Thái Lan có liên quan tới phương pháp CKDT như: những quy định pháp lý, thông tin cần thu thập, về ước tính các tham số, về các phương pháp ước tính chi phí sử dụng vốn được áp dụng trong thực tế, quy định về trình độ học vấn cũng như độ tin cậy của dữ liệu sử dụng...

1.4.2. Bài học rút ra đối với Việt Nam

Trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm của năm quốc gia kể trên, luận án đã rút ra bốn bài học kinh nghiệm có thể vận dụng cho Việt Nam như sau:

- **Thứ nhất**, Nhà nước không trực tiếp quản lý hành nghề trong lĩnh vực TĐG mà trao quyền cho các hiệp hội nghề nghiệp

- **Thứ hai**, về thông tin cần thu thập: cần phân tích các thông tin thu thập được xem thông tin nào là phù hợp và có thể sử dụng, thông tin nào cần phải kiểm chứng. Ngoài các thông tin do DN cung cấp, TĐV có thể phải lấy thông tin từ các nguồn khác hoặc xin ý kiến chuyên gia trong lĩnh vực này.

- **Thứ ba**, về ước tính các tham số: trong phương pháp CKDT, việc ước tính các tham số như: dòng tiền tương lai và TSCK là điều quan trọng nhất.

- **Thứ tư**, về trình độ, đạo đức TĐV: để tiến hành TĐGTDN nói chung và TĐGTDN theo phương pháp CKDT nói riêng đòi hỏi TĐV phải có kiến thức, trình độ chuyên môn rất vững cũng như tuân thủ quy tắc đạo đức nghề nghiệp do các hiệp hội ban hành.

Chương 2

THỰC TRẠNG PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

2.1. KHÁI QUÁT HOẠT ĐỘNG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ KHUNG KHỔ PHÁP LÝ CỦA HOẠT ĐỘNG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN Ở VIỆT NAM THỜI GIAN QUA

Phần này, luận án đã trình bày khái quát về hoạt động TĐGTDN ở Việt Nam thời gian qua: về số DN được cấp phép hoạt động TĐG, về nguồn nhân lực TĐG, số lượng chứng thư TĐG và cách tiếp cận chủ yếu được sử dụng trong TĐGTDN tại các DN có chức năng TĐG; đồng thời hệ thống hóa khung khổ pháp lý của hoạt động TĐGTDN theo phương pháp CKDT theo hai giai đoạn: trước và sau năm 2018.

2.2. THỰC TRẠNG ÁP DỤNG PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

2.2.1. Thực trạng xây dựng quy trình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

2.2.1.1. Quy trình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền được ban hành theo hệ thống tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam

Hiện nay, ở Việt Nam chưa ban hành quy trình đối với TĐGTDN nói chung và TĐGTDN theo phương pháp CKDT nói riêng mà vẫn áp dụng theo tiêu chuẩn TĐG số 5 ban hành kèm theo *Quyết định 77/QĐ-BTC ngày 1/11/2005* (đối với giai đoạn từ năm 2005-2015) và tiêu chuẩn TĐG số 5 ban hành kèm theo *Thông tư số 28/2015/TT-BTC ngày 6/5/2015* (đối với giai đoạn từ năm 2015 đến nay)

2.2.1.2. Thực trạng xây dựng và vận dụng quy trình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tại các doanh nghiệp thẩm định giá ở Việt Nam

- Thứ nhất: về quy trình TĐGTDN nói chung

Qua tìm hiểu cho thấy, các DN TĐG xây dựng và công bố quy trình TĐGTDN của đơn vị mình đều tuân thủ theo quy trình TĐG tài sản nói chung của tiêu chuẩn TĐG số 05. Theo đó, quy trình TĐGTDN gồm 6 bước.

- Thứ hai : về quy trình TĐGTDN theo phương pháp CKDT nói riêng

Qua tìm hiểu cho thấy, hầu hết các DN đều không xây dựng quy trình riêng đối với việc TĐGTDN theo phương pháp CKDT mà vẫn áp dụng quy trình chung trong TĐGTDN.

2.2.2. Thực trạng thu thập và xử lý, phân tích thông tin

Phần này, luận án đi vào phân tích thực trạng về các thông tin cần thu thập cũng như nguồn thông tin phục vụ cho việc TĐGTDN theo phương pháp CKDT; thực trạng về việc xử lý thông tin thu thập được; thực trạng xử lý thông tin: phân tích môi trường bên ngoài và môi trường bên trong, phân tích tình hình tài chính của DN dựa trên một số chỉ tiêu tài chính chủ yếu. Luận án cũng đưa ra một ví dụ minh họa về việc thu thập, xử lý và phân tích thông tin tại một DN cụ thể.

2.2.3. Thực trạng việc vận dụng và ước tính các tham số trong các mô hình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

2.2.3.1. Thực trạng việc vận dụng và ước tính các tham số trong mô hình chiết khấu dòng cổ tức

Luận án đã tiến hành phân tích thực trạng việc vận dụng và ước tính các tham số trong mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM) theo hai giai đoạn là: giai đoạn trước năm 2018 và giai đoạn từ năm 2018 đến nay để thấy những sự thay đổi trong quy định pháp lý cũng như việc vận dụng để ước tính các tham số trong thực tế.

2.2.3.2. Thực trạng việc vận dụng và ước tính các tham số trong mô hình chiết khấu dòng tiền thuần của doanh nghiệp

Các bước tiến hành như sau:

- Bước 1: Dự báo dòng tiền tự do (dòng tiền thuần) của DN cần TĐG.
- Bước 2: Ước tính chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền của DN cần TĐG
- Bước 3: Ước tính giá trị cuối kỳ dự báo.
- Bước 4: Ước tính GTDN cần TĐG.

Trong từng bước, luận án đã đi làm rõ cách ước tính được quy định trong tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam (TCTĐGVN) số 12 cũng việc ước tính các tham số được TĐV vận dụng trong thực tế.

2.2.3.3. Thực trạng việc vận dụng và ước tính các tham số trong mô hình chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu

Các bước tiến hành như sau:

- Bước 1: Dự báo dòng tiền thuần VCSH của DN cần TĐG.
- Bước 2: Ước tính chi phí sử dụng VCSH của DN cần TĐG
- Bước 3: Ước tính giá trị VCSH cuối kỳ dự báo.
- Bước 4: Ước tính giá trị VCSH của DN cần TĐG.

Trong từng bước, luận án đã đi làm rõ cách ước tính được quy định trong tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam (TCTĐGVN) số 12 cũng việc ước tính các tham số được TĐV vận dụng trong thực tế.

2.2.4. Nghiên cứu điển hình về áp dụng phương pháp CKDT của CTCP Định giá và Dịch vụ tài chính Việt Nam (VVFC) tại CTCP Halico

Lý do lựa chọn: Công ty Cổ phần Định giá và Dịch vụ Tài chính Việt Nam VVFC (tiền thân là Trung tâm Thẩm định giá - Bộ Tài chính) là đơn vị TĐG đầu tiên được thành lập tại Việt Nam. Trải qua chặng đường 21 năm hoạt động, VVFC đã có những bước phát triển mạnh mẽ cả về chất và lượng xứng đáng là con chim đầu đàn của TĐG Việt Nam. Trong lĩnh vực TĐGTDN, VVFC luôn là đơn vị được các khách hàng tin tưởng và lựa chọn với đội ngũ TĐV đứng đầu cả nước (36 TĐV tính đến thời điểm tháng 12/2019).

Luận án đã đưa ra ví dụ cụ thể về việc vận dụng phương pháp CKDT trong TĐG CTCP Cồn rượu Hà Nội (nay là CTCP Rượu và nước giải khát Hà Nội)- Halico

2.3. ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ THỰC TRẠNG ÁP DỤNG PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM HIỆN NAY

2.3.1. Những mặt đạt được

- **Thứ nhất**, hoạt động TĐGTDN nói chung và TĐGTDN theo phương pháp CKDT nói riêng ngày càng được mở rộng áp dụng trong thực tế và đã đóng góp không nhỏ vào sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam thời gian qua.

- **Thứ hai**, hệ thống khung khổ pháp lý có liên quan đến TĐGDN nói chung đang ngày càng hoàn thiện, góp phần đáp ứng được nhu cầu thực tiễn của thị trường trong vấn đề mua bán, sáp nhập, thoái vốn...

- **Thứ ba**, quy trình TĐGTDN nói chung đảm bảo trình tự theo như tiêu chuẩn TĐGVN 05.

- **Thứ tư**, TĐV có sự linh hoạt trong việc vận dụng phương pháp CKDT trong TĐGTDN.

- **Thứ năm**, phương pháp CKDT ngày càng được sử dụng rộng rãi hơn.

2.3.2. Những hạn chế

2.3.2.1. Hạn chế về xây dựng quy trình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

🚦 **Thứ nhất**, về quy trình TĐGTDN được quy định trong tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam:

- Một là, chưa xây dựng được quy trình TĐGTDN riêng cho đối tượng TĐG là DN.

- Hai là, khâu kiểm soát chất lượng trong quy trình TĐGTDN chưa được đề cập tập trung, đầy đủ

🚦 **Thứ hai**, về việc xây dựng và vận dụng quy trình TĐGTDN tại các DN có chức năng TĐG:

Qua việc nghiên cứu quy trình của một số tổ chức TĐG cho thấy, việc xây dựng quy trình hầu hết chỉ mang tính hình thức chưa phải là mang tính bắt buộc. Do vậy, khi tiến hành TĐGDN, chủ yếu thực hiện theo kinh nghiệm của từng TĐV. Một số DN TĐG hầu như sao chép lại các bước thực hiện trong quy định của pháp luật để mang tính chất đối phó, một số sử dụng quy trình chung về TĐG tài sản mà không có quy trình riêng về TĐGDN

2.3.2.2. Hạn chế về thu thập, xử lý và phân tích thông tin

- **Thứ nhất**, thông tin thu thập còn sơ sài và chưa đa dạng về nguồn cung cấp thông tin.

- **Thứ hai**, khâu xử lý thông tin còn chưa được chú trọng và ít áp dụng CNTT vào quá trình xử lý.

- **Thứ ba**, khâu phân tích thông tin còn sơ sài, bỏ qua nhiều bước quan trọng.

2.3.2.3. Hạn chế về việc vận dụng và ước tính các tham số trong các mô hình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

🚦 **Thứ nhất**: về những quy định trong tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 12 đối với việc ước tính các tham số trong các mô hình TĐGTDN theo phương pháp CKDT.

Trong phần này, luận án đi vào đánh giá những hạn chế trong quy định về sử dụng báo cáo tài chính trong TĐGTDN, quy định về các phương pháp CKDT bao gồm: giai đoạn dự báo, dự báo dòng tiền, ước tính TSCK, ước tính tốc độ tăng trưởng.

Thứ hai: về việc vận dụng ước tính các tham số trong các mô hình TĐGTDN theo phương pháp CKDT tại các DN có chức năng TĐG.

Qua khảo sát thực tế cho thấy, việc ước tính các tham số giữa các TĐV có sự chênh lệch rất lớn không chỉ về mặt con số mà ngay từ trong tư duy cách làm. Đang có sự nhầm lẫn rất lớn trong việc ước tính các tham số, cụ thể như: về ước tính giai đoạn dự báo, dự báo dòng tiền, xác định trọng số trong công thức tính WACC, sử dụng thuế suất thuế TNDN, ước tính tỷ lệ tái đầu tư, ước tính tốc độ tăng trưởng.

2.3.3. Nguyên nhân của những hạn chế

2.3.3.1. Nguyên nhân chủ quan

- **Thứ nhất**, công tác đào tạo và bồi dưỡng chuyên môn chuyên ngành TĐG nói chung và TĐGDN nói riêng còn yếu.

- **Thứ hai**, do bản thân các tổ chức TĐG chưa nhận thức một cách đầy đủ và đúng đắn tầm quan trọng của hoạt động TĐGDN.

- **Thứ ba**, do áp lực về thời gian và chi phí thẩm định.

- **Thứ tư**, chưa xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu về giá.

2.3.3.2. Nguyên nhân khách quan

- **Thứ nhất**, Việt Nam đang trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, môi trường kinh tế vĩ mô chưa thực sự ổn định.

- **Thứ hai**, hệ thống văn bản pháp luật liên quan đến TĐGDN chưa thực sự hoàn chỉnh, nhiều quy định còn bất cập.

- **Thứ ba**, nguồn thông tin tham khảo phục vụ cho TĐGDN ở Việt Nam hầu như không có.

- **Thứ tư**, sự cạnh tranh giữa các DN trong lĩnh vực TĐG.

Chương 3

GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

3.1. ĐỊNH HƯỚNG VÀ MỤC TIÊU PHÁT TRIỂN HOẠT ĐỘNG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN TỚI

3.2. CÁC QUAN ĐIỂM CẦN QUẢN TRIỆT TRONG VIỆC HOÀN THIỆN PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

- *Thứ nhất*, hoàn thiện phương pháp CKDT trong TĐGTDN phải phù hợp với quy định pháp luật về TĐG và các pháp luật khác có liên quan, đồng thời phải phù hợp với thông lệ và chuẩn mực quốc tế về TĐG trong quá trình hội nhập.

- *Thứ hai*, hoàn thiện phương pháp CKDT trong TĐGTDN phải đảm bảo tính khoa học và tính thực tiễn, đảm bảo tính ứng dụng, dễ đào tạo, chuyên giao; từng bước nâng cao chất lượng TĐGTDN, khắc phục những sai sót trong quá trình TĐG.

- *Thứ ba*, hoàn thiện phương pháp CKDT trong TĐGTDN trên cơ sở có sự phối hợp đồng bộ giữa các cơ quan quản lý Nhà nước, các DN có chức năng TĐG và hiệp hội.

3.3. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

3.3.1. Giải pháp về xây dựng quy trình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Các DN cần tiến hành xây dựng quy trình TĐGTDN nói chung và có hướng dẫn cụ thể về TĐGTDN theo phương pháp CKDT nói riêng. Cụ thể:

- *Một là*: xây dựng một quy trình riêng đối với TĐGTDN. Quy trình này vừa đảm bảo tuân thủ các bước theo tiêu chuẩn TĐG số 05, vừa phải phù hợp với điều kiện thực tế công việc và đối tượng là “doanh nghiệp”.

- *Hai là*: đối với phương pháp CKDT, DN cần có sự hướng dẫn cụ thể thêm về các bước triển khai.

3.3.2. Giải pháp về thu thập và xử lý, phân tích thông tin

3.3.2.1. Giải pháp về thu thập và xử lý thông tin

- Xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu thông tin cho hoạt động TĐGTDN.
- Xử lý BCTC trước khi tiến hành TĐG.

3.3.2.2. Giải pháp về phân tích thông tin

- Phân tích xác suất phá sản của DN cần TĐG.
- Phân tích chiến lược kinh doanh và lợi thế cạnh tranh của DN cần TĐG.

3.3.3. Giải pháp về lựa chọn và ước tính các tham số trong các mô hình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

3.3.3.1. Giải pháp về lựa chọn mô hình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền phù hợp

Khi TĐGTDN cụ thể nào đó, TĐV cần xác định xem nên sử dụng phương pháp CKDT nào là phù hợp. Việc lựa chọn phương pháp có ý nghĩa quan trọng, quyết định tới việc thu thập tài liệu, số liệu và các dữ kiện có liên quan. Luận án đưa ra gợi ý trong việc lựa chọn phương pháp và mô hình CKDT phù hợp dùng để tính toán.

3.3.3.2. Giải pháp về ước tính các tham số trong các mô hình thẩm định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Phần này, luận án đưa ra các giải pháp cụ thể trong việc ước tính giai đoạn dự báo, tốc độ tăng trưởng, dự báo dòng tiền tương lai, ước tính TSCK, lựa chọn mức thuế suất thuế TNDN, ước tính giá trị cuối giai đoạn dự báo (Terminal Value), tỷ lệ tái đầu tư.

3.3.4. Các giải pháp hỗ trợ

Luận án đã đưa ra các giải pháp mang tính hỗ trợ như:

- Hoàn thiện hệ thống kiểm soát chất lượng trong hoạt động TĐGTDN tại các DN có chức năng TĐG.
- Tích cực đào tạo, bồi dưỡng nâng cao trình độ đội ngũ TĐV tại DN TĐG, đồng thời có chế độ đãi ngộ phù hợp cho đội ngũ nhân sự phục vụ cho TĐGTDN.

3.4. CÁC KHUYẾN NGHỊ ĐỐI VỚI CÁC CƠ QUAN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC VỀ ĐIỀU KIỆN THỰC HIỆN GIẢI PHÁP

3.4.1. Xây dựng và ban hành quy trình riêng đối với thẩm định giá trị doanh nghiệp

Trong thời gian tới, nhất thiết cần phải xây dựng một quy trình TĐG riêng đối với DN cũng như có những hướng dẫn mang tính cụ thể để xác định GTDN. Về cơ bản, quy trình TĐGTDN cũng sẽ tuân thủ theo các bước như trong tiêu chuẩn TĐG số 5 gồm 6 bước nhưng luận án đề xuất nên bổ sung thêm bước “*Lập dự thảo báo cáo kết quả thẩm định giá và kiểm soát chất lượng*”. Bên cạnh đó, nội dung của từng bước cần được cụ thể hóa để TĐV dễ dàng vận dụng trong thực tế.

3.4.2. Hoàn thiện tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 12 về thẩm định giá trị doanh nghiệp

- Chuẩn hóa, bổ sung và làm rõ một số thuật ngữ trong tiêu chuẩn TĐG Việt Nam số 12.

- Bổ sung thêm quy định về phương pháp CKDT khác trong tiêu chuẩn TĐG Việt Nam số 12.

- Bổ sung thêm công thức khác để ước tính chi phí sử dụng VCSH- R_e .

3.4.3. Xây dựng hệ thống cơ sở dữ liệu thông tin quốc gia phục vụ hoạt động thẩm định giá trị doanh nghiệp

3.4.4. Phát triển nguồn nhân lực hoạt động trong lĩnh vực thẩm định giá trị doanh nghiệp

3.4.5. Một số khuyến nghị khác

Luận án đưa ra một số khuyến nghị khác đối với Cục quản lý giá, Cục quản lý giám sát kế toán, kiểm toán và hội thẩm định giá Việt Nam (VVA).

KẾT LUẬN

Xuất phát từ vai trò và tầm quan trọng của phương pháp CKDT trong TĐGTDN cũng như những bất cập còn tồn tại trong thực tiễn vận dụng phương pháp này ở nước ta, cần phải có những giải pháp nhằm hoàn thiện phương pháp CKDT trong việc xác định GTDN ở Việt Nam thời gian tới.

Để đạt được mục đích trên, trong phạm vi nghiên cứu của mình, luận án đã thực hiện được những nội dung sau đây:

Thứ nhất: về mặt lý luận, luận án đã nghiên cứu một cách toàn diện và có hệ thống các vấn đề có liên quan đến TĐGTDN và phương pháp CKDT trong TĐGTDN. Trong đó, luận án đã tập trung làm rõ các bước cũng như cách ước tính các tham số trong từng phương pháp CKDT cụ thể: phương pháp DDM, NI, FCFF, FCFE, APV, EVA; đồng thời chỉ ra được ưu, nhược điểm và điều kiện áp dụng của từng phương pháp. Đặc biệt, luận án cũng phân tích rõ các nhân tố có ảnh hưởng tới việc vận dụng phương pháp CKDT trong thực tế bao gồm cả nhân tố khách quan và chủ quan.

Thứ hai: luận án đã nghiên cứu kinh nghiệm về việc vận dụng phương pháp CKDT trong TĐGTDN của năm quốc gia - đây đều là những quốc gia có hoạt động TĐG rất phát triển trên thế giới và trong khu vực. Từ đó, luận án đã rút ra được bốn bài học có thể áp dụng cho Việt Nam: về quản lý hành nghề TĐGTDN; thu thập thông tin; ước tính tham số và về trình độ, đạo đức của TĐV trong TĐGTDN.

Thứ ba: luận án đã phản ánh một cách hệ thống, trung thực và khách quan thực trạng phương pháp CKDT trong văn bản pháp lý hiện hành cũng như việc vận dụng trong thực tế tại các DN có chức năng TĐG giai đoạn từ năm 2005-2020. Qua đó, luận án đã có những đánh giá độc lập, khách quan về thành công cũng như những hạn chế còn tồn tại, thể hiện ở những điểm chủ yếu: (1) Về xây dựng quy trình TĐGTDN theo phương pháp CKDT; (2) Về thu thập, xử lý và phân tích thông tin; (3) Về vận dụng và ước tính các tham số trong các mô hình TĐGTDN theo phương pháp CKDT. Luận án cũng đã đi phân tích nguyên nhân

dẫn tới những hạn chế trên, tạo cơ sở thực tiễn để đưa ra hệ thống giải pháp nhằm hoàn thiện phương pháp CKDT ở Việt Nam trong thời gian tới.

Thứ tư, luận án đã tiến hành phỏng vấn, điều tra cần thiết đối với các chuyên gia, TĐV hành nghề tại các DN có chức năng TĐG về các nội dung liên quan đến việc vận dụng phương pháp CKDT tại đơn vị cũng như quan điểm của TĐV về các giải pháp được đưa ra để có cái nhìn khách quan, khoa học phục vụ cho việc đánh giá cũng như đề xuất các giải pháp.

Thứ năm, trên cơ sở các quan điểm về việc hoàn thiện phương pháp CKDT gắn với định hướng và mục tiêu phát triển hoạt động TĐGTDN ở Việt Nam trong thời gian tới, luận án đã đề xuất hệ thống các giải pháp có liên quan. Các giải pháp này đều được xây dựng một cách có căn cứ, dựa trên lý luận, thông lệ quốc tế và gắn với điều kiện kinh tế- xã hội ở Việt Nam. Đối với từng giải pháp, luận án đều đưa ra các phân tích, lý giải cho từng nội dung đề xuất cụ thể, từ đó, có thể dễ dàng triển khai trong thực tiễn.

Luận án là một công trình nghiên cứu khoa học độc lập của tác giả. Với các kết quả nghiên cứu đạt được, tác giả mong muốn đóng góp, bổ sung thêm vào những nghiên cứu về phương pháp CKDT trong TĐGTDN, đặc biệt đây là về phương pháp CKDT ở Việt Nam. Tuy nhiên, do nội dung nghiên cứu là một vấn đề chuyên sâu, phức tạp, thời gian và điều kiện nghiên cứu có hạn, luận án cũng không tránh khỏi một số hạn chế nhất định như: mẫu nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở các DN có chức năng TĐG chứ chưa mở rộng thêm các đối tượng khác: các công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư, các công ty tư vấn tài chính nước ngoài...; bên cạnh các phương pháp CKDT đã được nêu trong luận án, còn có những phương pháp CKDT theo các loại dòng tiền khác... Đây cũng là những gợi ý tốt cho những nghiên cứu trong các công trình nghiên cứu tiếp theo./.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ

1. Lâm Thị Thanh Huyền (2016), “Các mô hình xác định tỷ suất chiết khấu trong thẩm định giá trị doanh nghiệp trên thế giới và khả năng ứng dụng tại Việt Nam”, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán*, số 10(159) 2016.
2. Lâm Thị Thanh Huyền (2016), “Hoàn thiện pháp lý cho hoạt động định giá tài sản trí tuệ ở Việt Nam”, *Tạp chí thanh tra tài chính*, số 168-2016.
3. Lâm Thị Thanh Huyền (2018), “Định giá Doanh nghiệp trong tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam”, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán*, số 11 (184) 2018.
4. Lâm Thị Thanh Huyền, Trần Thị Thanh Hà (2018), “Phương pháp định giá công ty khởi nghiệp trong gọi vốn đầu tư”, *Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc tế: “Khởi nghiệp đổi mới sáng tạo quốc gia” (ICYREB 2018)*.
5. Lâm Thị Thanh Huyền, Trần Thị Thanh Hà (2018), “Kiểm soát chuyển giá của doanh nghiệp FDI ở Việt Nam”, *Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc tế: “Phát triển kinh tế và kinh doanh bền vững trong điều kiện toàn cầu hóa” 2018*.
6. Lâm Thị Thanh Huyền (2019), “Định giá Doanh nghiệp phục vụ thoái vốn nhà nước ở Việt Nam- Những khó khăn, vướng mắc”, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán*, số tháng 11 (196) 2019.
7. Lâm Thị Thanh Huyền (2020), “Hoàn thiện phương pháp chiết khấu dòng tiền trong thẩm định giá trị doanh nghiệp ở Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính*, số tháng 9/2020 (737)- kỳ 2.
8. Lâm Thị Thanh Huyền, Nguyễn Hồ Phi Hà (2020), “Vận dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền trong thẩm định giá trị doanh nghiệp- Kinh nghiệm quốc tế và bài học rút ra đối với Việt Nam”, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán*, số tháng 10 (207) 2020.