

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

Nguyễn Hoàng Tùng

**VẬN DỤNG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ
DOANH NGHIỆP APV TRONG HOẠT
ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP (M&A
) DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**2012 | PDF | 92 Pages
buihuuhanh@gmail.com**

Đà Nẵng - Năm 2012

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu của riêng tôi, dưới sự hướng dẫn của **PGS. TS. Lê Thế Giới** và những người giúp đỡ tôi trong quá trình nghiên cứu để hoàn thành luận văn này.

Các số liệu trong luận văn là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng. Các kết quả nghiên cứu là của chính cá nhân tôi, chưa từng được công bố trong công trình nào khác.

Người cam đoan

Nguyễn Hoàng Tùng

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
MỤC LỤC.....	ii
DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT	v
DANH MỤC CÁC BẢNG.....	vi
DANH MỤC CÁC HÌNH.....	vii
MỞ ĐẦU.....	1
CHƯƠNG 1 : NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP	3
1.1 ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP (M&A)	3
<i>1.1.1 Tổng quan về hoạt động mua bán và sáp nhập</i>	<i>3</i>
1.1.1.1 Các khái niệm về M&A doanh nghiệp	3
1.1.1.2 Sự giống và khác nhau giữa mua bán và sáp nhập doanh nghiệp.....	7
1.1.1.3 Tác động của hoạt động mua bán và sáp nhập tới doanh nghiệp và nền kinh tế – xã hội	8
<i>1.1.2 Định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập</i>	<i>11</i>
1.1.2.1 Khái niệm về định giá doanh nghiệp	11
1.1.2.2 Mục đích của định giá doanh nghiệp	12
1.1.2.3 Vai trò của định giá doanh nghiệp trong hoạt động M&A	12
1.1.2.4 Các nhân tố ảnh hưởng tới công tác định giá doanh nghiệp.....	12
1.1.2.5 Các phương pháp định giá doanh nghiệp.....	31
1.2 MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ APV	31
<i>1.2.1 Cơ sở giả định của mô hình định giá APV</i>	<i>31</i>
<i>1.2.2 Quy trình định giá doanh nghiệp bằng mô hình APV</i>	<i>32</i>
<i>1.2.3 Ưu điểm và nhược điểm của mô hình APV.....</i>	<i>34</i>
1.2.3.1 Ưu điểm của mô hình APV.....	35
1.2.3.2 Nhược điểm của mô hình APV	35
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1.....	36

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP TẠI VIỆT NAM	37
2.1 MÔI TRƯỜNG PHÁP LÝ CHO HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP TẠI VIỆT NAM	37
2.2 THỰC TRẠNG ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP TẠI VIỆT NAM	39
2.2.1 <i>Tổng quan về hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam</i>	39
2.2.1.1 Quá trình hình thành và phát triển hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam	39
2.2.1.2 Đặc điểm các thương vụ M&A ở Việt Nam	41
2.2.1.3 Những rào cản và thách thức khi thực hiện mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam	45
2.2.1.4 Xu hướng hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam trong thời gian tới	48
2.2.2 <i>Đánh giá thực trạng định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập tại Việt Nam</i>	53
2.2.2.1 Những kết quả đạt được trong định giá doanh nghiệp M&A tại Việt Nam	53
2.2.2.2 Những hạn chế, tồn tại trong định giá doanh nghiệp M&A tại Việt Nam	53
2.2.3 <i>Vận dụng mô hình định giá doanh nghiệp APV trong hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A) doanh nghiệp tại Việt Nam</i>	54
2.2.3.1 Ngành bất động sản	55
2.2.3.2 Ngành công nghiệp	57
2.2.3.3 Ngành tài chính ngân hàng	59
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	63

CHƯƠNG 3: CÁC GIẢI PHÁP CẦN THỰC HIỆN ĐỂ VẬN DỤNG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP APV TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP (M&A) DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM	64
3.1 ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN HOẠT ĐỘNG MUA LẠI VÀ SÁP NHẬP TRONG THỜI GIAN TỐI	64
3.2 MỘT SỐ GIẢI PHÁP CẦN THỰC HIỆN ĐỂ VẬN DỤNG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ APV TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM	64
3.2.1 <i>Giải pháp hỗ trợ cho mô hình APV</i>	64
3.2.1.1 Khắc phục nhược điểm của mô hình định giá APV	64
3.2.1.2 Đưa giá trị cộng hưởng và giá trị kiểm soát vào định giá doanh nghiệp	67
3.2.1.3 Khắc phục hạn chế của các vấn đề kế toán	68
3.2.2 <i>Các giải pháp hỗ trợ công tác định giá doanh nghiệp</i>	69
3.2.2.1 Giải pháp đối với các doanh nghiệp liên quan đến hoạt động mua bán và sáp nhập	69
3.2.2.2 Hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam	73
3.2.2.3 Xây dựng hệ thống thông tin giá cả thị trường	73
3.2.2.4 Xây dựng kênh kiểm soát thông tin, đảm bảo thông tin công khai, minh bạch	74
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	75
KẾT LUẬN CHUNG	76
TÀI LIỆU THAM KHẢO	77
QUYẾT ĐỊNH GIAO ĐỀ TÀI LUẬN VĂN THẠC SĨ (BẢN SAO)	
PHỤ LỤC	799

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

- | | | | |
|---------|-------------------------------|---|--|
| 1. APV | Adjusted Present Value | : | Mô hình giá trị hiện tại điều chỉnh |
| 2. DN | | : | Doanh nghiệp |
| 3. CTCK | | : | Công ty chứng khoán |
| 4. FDI | : Foreign Directly Investment | : | Đầu tư trực tiếp nước ngoài |
| 5. HSX | | : | Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh |
| 6. M&A | : Merge & Acquisition | : | Mua bán và sáp nhập |
| 7. USD | : United States Dollar | : | Đơn vị tiền tệ của Mỹ |
| 8. VN | : | : | Việt Nam |
| 9. VND | : | : | Đơn vị tiền tệ của Việt Nam |
| 10. WTO | : World Trade Organization | : | Tổ chức thương mại quốc tế |

DANH MỤC CÁC BẢNG

Số hiệu	Tên bảng	Trang
1.1	Phân loại các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp chủ yếu	13
1.2	Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng tiền chiết khấu	29
2.1	Các thương vụ M&A tại Việt Nam	39
3.1	Tiêu chuẩn xếp hạng trái phiếu của ngành bất động sản, du lịch dịch vụ	66
3.2	Bảng tính chi phí phá sản mong đợi của CTCP địa ốc Phương Đông	66
PL.1	Kết quả định giá Công ty cổ phần địa ốc Phương Đông theo mô hình APV	79
PL.2	Kết quả định giá Công ty cổ phần chế biến thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc theo mô hình APV	81
PL.3	Kết quả định giá Công ty chứng khoán Đà Nẵng theo mô hình APV	83

DANH MỤC CÁC HÌNH

Số hình	Tên hình	Trang
1.1	Biểu đồ mức độ sử dụng các phương pháp định giá	21
2.1	Biểu đồ các thương vụ M&A tại Việt Nam	40
2.2	Biểu đồ phân loại M&A theo tính chất thương vụ	41
2.3	Biểu đồ phân loại thương vụ M&A theo ngành	42

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Thị trường mua bán, sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay đang phát triển nhanh chóng, nhu cầu mua bán, sáp nhập doanh nghiệp ngày càng tăng. Tuy nhiên tỷ lệ giao dịch thành công chưa đáng kể vì người bán chưa biết bán cho ai, khi nào bán, giá bán như thế nào là thích hợp; còn người mua thì không biết cách nào để tiếp cận và mức giá mua thích hợp; Ai là người được lợi trong việc mua bán, sáp nhập này: doanh nghiệp, cổ đông?... Để giao dịch thành công cả bên mua và bán đều cần nắm rõ các bước thực hiện trong quy trình mua bán, sáp nhập doanh nghiệp.

Xuất phát từ những nhu cầu thực tế, việc nghiên cứu thị trường mua bán, sáp nhập và áp dụng những kiến thức của tài chính vào phân tích hoạt động mua bán, định giá doanh nghiệp là cần thiết.

Với lý do đó, tác giả đã chọn vấn đề *“Vận dụng mô hình định giá doanh nghiệp APV trong hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A) doanh nghiệp tại Việt Nam”* làm luận văn nghiên cứu.

2. Mục tiêu nghiên cứu

Hệ thống hóa các lý luận cơ bản về định giá doanh nghiệp thông thường và định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập.

Phân tích, đánh giá thực trạng định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập tại Việt Nam.

Đề ra giải pháp ứng dụng mô hình định giá APV vào thực tế định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp Việt Nam.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu: Ứng dụng mô hình định giá doanh nghiệp APV trong hoạt động mua bán và sáp nhập tại Việt Nam.

- Phạm vi nghiên cứu: Các doanh nghiệp tiến hành mua bán và sáp nhập tại Việt Nam.

4. Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, luận văn sử dụng các phương pháp tổng hợp, phân tích, so sánh, thống kê... để hệ thống hóa lý luận, nêu lên những nội dung chủ yếu và cơ bản về vấn đề định giá trong mua bán, sáp nhập doanh nghiệp cũng như ứng dụng mô hình APV trong thực tế đánh giá giá trị một số DN mẫu.

5. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài

Về mặt lý luận và phương pháp, đề tài đóng vai trò như một nghiên cứu đóng góp vào công tác quản lý tài chính của doanh nghiệp và đem lại cái nhìn tổng quát về thị trường M&A ở Việt Nam, góp phần thúc đẩy hoạt động này ở nước ta.

6. Kết cấu của luận văn

Ngoài phần mở đầu, kết luận, mục lục, danh mục tài liệu tham khảo, bảng viết tắt, danh mục các bảng, luận văn được kết cấu theo ba chương:

Chương 1: Những vấn đề lý luận cơ bản về định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập.

Chương 2: Thực trạng định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập tại Việt Nam.

Chương 3: Các giải pháp cần thực hiện để vận dụng mô hình định giá doanh nghiệp APV trong hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A) doanh nghiệp tại Việt Nam.

CHƯƠNG 1 : NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP

1.1 ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP (M&A)

1.1.1 Tổng quan về hoạt động mua bán và sáp nhập

1.1.1.1 Các khái niệm về M&A doanh nghiệp [14], [17]

M&A doanh nghiệp là việc mua bán và sáp nhập các doanh nghiệp trên thị trường và về bản chất là hoạt động giành quyền kiểm soát một doanh nghiệp, một bộ phận doanh nghiệp thông qua việc sở hữu một phần hoặc toàn bộ doanh nghiệp đó. Như vậy, nguyên tắc cơ bản của M&A là phải tạo ra những giá trị mới cho các cổ đông mà việc duy trì tình trạng cũ không đạt được. Nói cách khác, M&A liên quan đến vấn đề sở hữu và thực thi quyền sở hữu để làm thay đổi hoặc tạo ra những giá trị mới cho cổ đông.

Như vậy, hoạt động M&A không chỉ làm thay đổi tình trạng sở hữu của một doanh nghiệp đối với cổ phần hoặc tài sản mà còn làm thay đổi cả hoạt động quản trị/điều hành của doanh nghiệp. Tuy nhiên, mức độ thay đổi về quản trị còn phụ thuộc vào các quy định của pháp luật, điều lệ doanh nghiệp và các thỏa thuận của các bên khi tiến hành thương vụ M&A.

a) Khái niệm hoạt động mua bán doanh nghiệp

Mua bán doanh nghiệp (còn được gọi là Mua lại) dùng để chỉ một doanh nghiệp mua bán một doanh nghiệp khác. Quá trình đàm phán không nhất thiết được diễn ra giữa hai doanh nghiệp. Trong trường hợp doanh nghiệp A mua doanh nghiệp B, thì doanh nghiệp B trở thành doanh nghiệp con của doanh nghiệp A. Doanh nghiệp B có thể chấm dứt sự tồn tại như một thực thể riêng lẻ hoặc doanh nghiệp A giữ nguyên trạng thái tổ chức của doanh nghiệp B. Mục tiêu mua của

doanh nghiệp A sẽ quyết định cách thức tổ chức hoạt động của doanh nghiệp B sau khi mua bán.

Một giao dịch mua bán có thể phân chia thành giao dịch thân thiện hoặc thân thù nghịch. Trong một giao dịch thân thiện (hay giao dịch thỏa thuận), doanh nghiệp mục tiêu nhận thấy M&A là một cơ hội để tiếp cận các nguồn lực (như vốn) để phát triển các lĩnh vực mới mà họ không thể thực hiện nếu đứng một mình. Các doanh nghiệp nhỏ thành công song thiếu vốn để mở rộng hoạt động trong khi chịu sức ép cạnh tranh ngày càng lớn thường tìm đến M&A như một giải pháp phát triển bền vững.

Doanh nghiệp thu mua: là doanh nghiệp tìm mua một công khác;

Doanh nghiệp mục tiêu: là doanh nghiệp bị Sáp nhập hay mua lại;

Thâu tóm thù địch: là một hoạt động mà không được sự ủng hộ của ban quản lý doanh nghiệp mục tiêu. Việc thâu tóm có thể ảnh hưởng xấu đến doanh nghiệp mục tiêu và đôi khi gây tổn hại đến cả bên thâu tóm;

Thâu tóm có thiện chí: là một hoạt động mà được ban quản lý của doanh nghiệp mục tiêu hoan nghênh và ủng hộ. Việc thâu tóm đó có thể bắt nguồn từ lợi ích chung của cả hai bên;

Mua lại bằng vốn vay (LBO): là việc mua lại doanh nghiệp bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính là các khoản tiền đi vay. Một nhóm các nhà đầu tư đi vay tiền từ ngân hàng, dùng tài sản của mình làm thế chấp để thâu tóm một doanh nghiệp khác. Hoặc ban quản trị của doanh nghiệp dùng cách đi vay ngoài để duy trì quyền kiểm soát của mình bằng cách chuyển doanh nghiệp từ chỗ là doanh nghiệp đại chúng thành doanh nghiệp tư nhân...

Liên minh doanh nghiệp: trong khi hoạt động M&A là sự kết hợp toàn bộ tài sản của các DN liên quan, quyền sở hữu và quản lý thì hoạt động liên minh cho phép các DN kết hợp tập trung vào những lĩnh vực hay phạm vi kinh doanh mang lại hiệu quả cao nhất. DN liên doanh là một trong những hình thức phổ biến của hoạt động liên minh, liên kết; các DN kết hợp một phần với nhau để đạt được những mục tiêu có giới hạn và rõ ràng;

Hoạt động thanh lý tài sản: là việc bán đi một phần tài sản hoạt động của DN như bán một đơn vị hoạt động của doanh nghiệp cho một doanh nghiệp khác; phát triển một đơn vị sản xuất của doanh nghiệp thành một doanh nghiệp riêng biệt... Hoạt động này thỏa mãn được yêu cầu chống độc quyền, quản lý tập trung và giúp DN tập trung nguồn lực vào ngành nghề trọng tâm của mình;

Hoạt động mua bán có thể diễn ra dưới những hình thức sau:

- *Mua cổ phần:* doanh nghiệp thu mua sẽ mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp mục tiêu từ cổ đông của chính doanh nghiệp đó. Từ đó, doanh nghiệp thu mua chiếm được quyền điều hành và kiểm soát doanh nghiệp mục tiêu với tất cả tài sản và hoạt động của nó;
- *Mua tài sản:* doanh nghiệp thu mua sẽ mua lại tài sản của doanh nghiệp mục tiêu từ chính doanh nghiệp đó. Doanh nghiệp mục tiêu sẽ không còn tài sản, tiền nhận được từ việc thu mua này sẽ được chia cho cổ đông dưới dạng cổ tức hay thanh lý để giải thể doanh nghiệp. Đối với doanh nghiệp thu mua, hình thức này thuận lợi và đơn giản nhất vì họ có thể chọn mua những tài sản mà họ cần và từ chối mua những tài sản không cần thiết, chẳng hạn như nợ. Kết quả là tài sản của doanh nghiệp mục tiêu thường không cân đối sau khi có sự thu mua và sự giải thể thường là kết cục sau cùng của những doanh nghiệp này.

b) Khái niệm sáp nhập

Sáp nhập được hiểu là việc kết hợp giữa hai hay nhiều doanh nghiệp và cho ra đời một pháp nhân mới. Hai doanh nghiệp sáp nhập cùng nhau sẽ có giá trị lớn hơn hai doanh nghiệp đang hoạt động riêng lẻ. Đây cũng chính là lý do dẫn đến các hoạt động M&A giữa các doanh nghiệp.

Hoạt động Sáp nhập doanh nghiệp diễn ra theo các hình thức sau:

Sáp nhập cùng ngành (Sáp nhập chiều ngang): Diễn ra đối với hai doanh nghiệp cùng cạnh tranh trực tiếp và chia sẻ cùng dòng sản phẩm và thị trường. Kết quả từ những vụ sáp nhập theo dạng này sẽ đem đến cho bên sáp nhập cơ hội mở

rộng thị trường, kết hợp thương hiệu, giảm thiểu chi phí cố định, tăng cường hiệu quả của hệ thống phân phối và hậu cần. Khi hai đối thủ cạnh tranh nhau, kết hợp lại với nhau sẽ không những giảm bớt cho mình một đối thủ mà còn tạo ra một sức mạnh lớn hơn để cạnh tranh với các đối thủ còn lại. Sáp nhập ngang phát triển khá nhanh trong thời gian gần đây nhờ vào sự tái cấu trúc toàn cầu của nhiều ngành công nghiệp để đối phó với sự thay đổi công nghệ và tự do hóa.

Sáp nhập dọc: Diễn ra đối với các doanh nghiệp trong chuỗi cung ứng. Chẳng hạn như một doanh nghiệp Sản xuất xi măng mua lại nhà máy sản xuất bao bì... Sáp nhập dọc được chia làm hai nhóm sau: a. Sáp nhập tiến (forward) khi một doanh nghiệp mua lại doanh nghiệp khách hàng của mình, ví dụ: doanh nghiệp thực phẩm mua lại chuỗi cửa hàng bán lẻ thực phẩm; b. Sáp nhập lùi (backward) khi một doanh nghiệp mua lại nhà cung cấp của mình, ví dụ doanh nghiệp sản xuất nước uống mua lại doanh nghiệp đóng chai. Sáp nhập theo chiều dọc đem lại cho doanh nghiệp tiến hành sáp nhập lợi thế về đảm bảo và kiểm soát chất lượng nguồn hàng hoặc đầu ra sản phẩm, giảm chi phí trung gian, khống chế nguồn hàng hoặc đầu ra của đối thủ cạnh tranh.

Sáp nhập để mở rộng thị trường: Diễn ra đối với hai doanh nghiệp bán hàng cùng loại sản phẩm nhưng ở những thị trường khác nhau về mặt địa lý.

Sáp nhập để mở rộng sản phẩm: Diễn ra đối với hai doanh nghiệp bán những sản phẩm khác nhau nhưng có liên quan tới nhau trong cùng một thị trường.

Sáp nhập kiểu đa ngành nghề: Chiến lược này nhằm đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh do đó phân tán rủi ro. Nhược điểm của chiến lược này là dàn trải, không có sự tập trung vào hoạt động cốt lõi, ban điều hành không đủ kiến thức với các mảng kinh doanh mới. Chính vì thế rủi ro của chiến lược này tăng lên chứ không giảm đi. Nhiều quốc gia đã trải qua kinh nghiệm phát triển chiến lược đa ngành và phải trả giá. Ví dụ: tại Việt Nam có tập đoàn FPT chuyên về Công nghệ thông tin đã mở rộng ra các hoạt động khác như phân phối, ngân hàng, chứng khoán,...

1.1.1.2 Sự giống và khác nhau giữa mua bán và sáp nhập doanh nghiệp [17]

a) Giống nhau

Cho dù là mua bán hay sáp nhập thì các hoạt động đó cũng nhằm đến những mục đích và mong muốn là sau thương vụ mua bán và sáp nhập thì doanh nghiệp hợp nhất hay các doanh nghiệp mua bán và bị mua bán đều đạt được những lợi thế về quy mô, tăng hiệu quả hoạt động, mở rộng được thị phần...đặc biệt là gia tăng tối đa các giá trị cộng hưởng của doanh nghiệp sau mua bán và sáp nhập nhằm mang lại lợi ích cao nhất cho cổ đông và doanh nghiệp .

b) Khác nhau

Hoạt động mua bán chỉ khác đôi chút so với hoạt động sáp nhập. Không giống như tất cả các loại hình sáp nhập, mua bán liên quan đến một doanh nghiệp mua bán một doanh nghiệp khác chứ không phải hợp nhất để tạo thành doanh nghiệp mới. Mua lại luôn diễn ra tốt đẹp nếu quan hệ hai bên là ăn ý nhau và cảm thấy thỏa mãn với thương vụ đó. Tuy nhiên, cũng có trường hợp, hoạt động Mua lại được diễn ra rất căng thẳng - khi mà hai đối thủ dùng tiềm lực tài chính để thôn tóm nhau nhằm triệt tiêu sự cạnh tranh lẫn nhau.

Khi một doanh nghiệp mua lại hoặc thôn tính một doanh nghiệp khác và đặt mình vào vị trí chủ sở hữu mới thì thương vụ đó được gọi là mua lại. Dưới khía cạnh pháp lý, doanh nghiệp bị mua lại không còn tồn tại, bên mua đã “nuốt chửng” bên bán, tuy nhiên cổ phiếu của doanh nghiệp đi mua lại vẫn được tiếp tục giao dịch bình thường.

Sáp nhập diễn ra khi hai doanh nghiệp, thường có cùng quy mô, thống nhất sẽ cùng tham gia hợp nhất với nhau và trở thành một doanh nghiệp mới thay vì hoạt động và sở hữu riêng lẻ. Loại hình này thường được gọi là “Sáp nhập ngang bằng”. Cổ phiếu của cả hai doanh nghiệp sẽ ngừng giao dịch và cổ phiếu của doanh nghiệp mới sẽ được phát hành.

Một thương vụ mua lại cũng được khoác lên ngoài cái tên sáp nhập nếu như ban giám đốc, điển hình là giám đốc điều hành của các bên thỏa thuận sẽ hợp tác

ngồi cùng với nhau để mang lại lợi ích lớn nhất có thể cho cả hai bên. Ngược lại, nếu như tính “hữu hảo” không tồn tại - khi mà đối tượng bị mua lại không muốn, thậm chí thực hiện các kỹ thuật tài chính để chống lại, thì nó hoàn toàn mang hình ảnh một thương vụ mua lại.

Như thế khi ta xem xét một thương vụ, để điếm mặt chỉ tên chính xác nó là sáp nhập hay mua lại, sẽ cần xem đến tính chất hợp tác hay thù địch giữa hai bên. Nói cách khác, nó chính là cách ban giám đốc, lao động và cổ đông của doanh nghiệp bị mua lại nhận thức về mỗi thương vụ.

1.1.1.3 Tác động của hoạt động mua bán và sáp nhập tới doanh nghiệp và nền kinh tế – xã hội [16]

a) Tác động tích cực của hoạt động mua bán và sáp nhập

Nếu như việc M&A hướng đến mục tiêu chung là vì lợi ích của cả hai bên (DN thu mua và DN mục tiêu) thì nó đem lại những tác động tích cực như sau:

Đối với doanh nghiệp thu mua và doanh nghiệp mục tiêu:

M&A giúp các doanh nghiệp nhỏ, lẻ kết hợp thành một doanh nghiệp lớn hơn nên khả năng bị triệt tiêu của doanh nghiệp sau khi M&A trên thị trường là rất khó xảy ra; tiết kiệm được chi phí đào tạo nhân lực do sắp xếp, bố trí hợp lý hơn nguồn lực, tăng khả năng cạnh tranh của sản phẩm, tăng vốn đầu tư, có khả năng mở rộng ngành nghề kinh doanh.

Sau khi M&A, quyền tác động của doanh nghiệp đến giá cả trên thị trường sẽ lớn hơn do việc giảm cạnh tranh và có thị phần lớn hơn, kết quả sẽ làm lợi nhuận hoạt động và thu nhập biên của doanh nghiệp đạt cao hơn.

Doanh nghiệp sẽ có sự kết hợp nhiều sức mạnh trong trường hợp một doanh nghiệp có ưu thế về tiếp thị mua bán một doanh nghiệp có ưu thế về dòng sản phẩm. Doanh nghiệp mới sẽ phát huy được cả hai ưu thế này dẫn đến khả năng cạnh tranh và thị phần hoạt động sẽ cao hơn.

Việc kết hợp của hai doanh nghiệp sẽ góp phần duy trì và tăng cường hiệu quả hoạt động của các dự án khi doanh nghiệp mới có sự gia tăng về nhân lực, nguồn vốn...

Đối với nền kinh tế

Việc kết hợp giữa các doanh nghiệp sẽ góp phần nâng cao tỷ lệ vốn giải ngân và giảm số dự án hoạt động không hiệu quả và bị giải thể trước thời hạn.

Hoạt động M&A sẽ góp phần thực hiện phương châm đa dạng hóa đối tác đầu tư và đa dạng hóa hình thức đầu tư.

Thông qua hình thức M&A doanh nghiệp nhà đầu tư chủ động hơn trong việc lựa chọn hình thức đầu tư cho các dự án FDI nhằm giảm bớt rủi ro trong quá trình thực hiện đầu tư ở Việt Nam.

Hoạt động M&A góp phần thực hiện chuyển dịch cơ cấu kinh tế theo yêu cầu phát triển kinh tế đất nước. Mặt khác, tạo điều kiện để giải quyết việc làm cho người lao động trong trường hợp doanh nghiệp mục tiêu đứng trước nguy cơ phá sản được chuyển nhượng cho một doanh nghiệp khác.

Tài sản của nhà nước và nhà đầu tư không bị mất đi khi doanh nghiệp được chuyển từ chủ đầu tư không hiệu quả sang một chủ đầu tư khác quản lý có hiệu quả hơn.

b) Tác động tiêu cực của hoạt động mua bán và sáp nhập

Bên cạnh những tác động tích cực đối với doanh nghiệp thu mua, doanh nghiệp mục tiêu và đối với nền kinh tế, hoạt động M&A còn có những tác động tiêu cực như sau:

Đối với doanh nghiệp thu mua và doanh nghiệp mục tiêu

Việc M&A có thể ảnh hưởng đến chiến lược lâu dài của doanh nghiệp mục tiêu. Việc này có thể xảy ra đối với trường hợp thu tóm thù địch; Hoặc sự thay đổi cơ cấu, bộ máy quản lý sau khi M&A có thể làm cho hoạt động của DN mục tiêu bị xáo trộn dẫn đến chiến lược hoạt động lâu dài bị thay đổi.

Đối với doanh nghiệp thu mua, đôi khi phải tốn nhiều thời gian và chi phí nhưng vẫn không thể đạt được mục tiêu. Đôi khi việc thu tóm diễn ra thành công nhưng doanh nghiệp thu mua vẫn không đạt được những gì mong đợi do không có

những kế hoạch kỹ càng, tìm hiểu kỹ về doanh nghiệp mục tiêu hoặc không thích ứng được với sự thay đổi, cơ cấu quản lý mới...

Một doanh nghiệp thường phải trả thêm một khoản tiền phí hay hoa hồng khi mua một doanh nghiệp khác, chi phí này dùng để thuyết phục các cổ đông hiện hữu bán cổ phần của họ. Các khoản chi phí này khó có thể thu hồi lại được từ lợi nhuận của doanh nghiệp mục tiêu sau khi bị thôn tóm. Nói cách khác, doanh nghiệp thu mua đôi khi phải bỏ ra một số tiền nhiều hơn giá trị thực của doanh nghiệp mà nó định Mua bán.

Hoạt động M&A cũng khiến công việc tổ chức, quản lý của doanh nghiệp trở nên khó khăn hơn, chông chéo, dẫn đến tình trạng mất kiểm soát.

Đối với nền kinh tế

Hầu hết các vụ M&A trước đây do phía nước ngoài nắm quyền chủ động, không theo ý muốn của doanh nghiệp phía Việt Nam. Đây có thể là chiến lược của các doanh nghiệp theo sự chỉ đạo của doanh nghiệp mẹ ở nước ngoài chấp nhận thua lỗ trong những năm đầu để thôn tính toàn bộ doanh nghiệp nên đã gây ra những thua thiệt cho phía Việt Nam.

Một số doanh nghiệp sử dụng hình thức M&A để trốn thuế, sau thời gian được miễn giảm thuế tuyên bố giải thể và sáp nhập vào một doanh nghiệp khác, chuyển toàn bộ bộ máy sang tham gia điều hành một doanh nghiệp mới.

Nhiều dự án sau khi được phê duyệt đã không triển khai mà bán lại cho đối tác nước ngoài khác thông qua hoạt động M&A. Các đối tác này không có đủ kinh nghiệm và khả năng tài chính để triển khai thực hiện dự án dẫn đến dự án đổ bể làm lãng phí nguồn lực của các bên.

Nhiều doanh nghiệp sử dụng hình thức M&A nhằm mục đích tăng chi phí khổng lồ tài sản của doanh nghiệp nhằm thao túng và gây ra những khó khăn trong quản lý nhà nước đối với hoạt động kinh doanh của họ sau khi thực hiện M&A .

Tuy việc M&A và chuyển đổi hình thức đầu tư của các doanh nghiệp FDI đã được pháp luật thừa nhận, nhưng cho đến nay vẫn thực hiện chủ yếu theo từng

trường hợp cụ thể, chưa có tiêu chí chung để đánh giá tính hiệu quả của các dự án đó.

1.1.2 Định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập

1.1.2.1 Khái niệm về định giá doanh nghiệp [1]

Định giá doanh nghiệp là việc ước tính giá trị của doanh nghiệp hay lợi ích của nó theo một mục đích nhất định bằng cách sử dụng các phương pháp thẩm định giá phù hợp.

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

Định giá công ty mục tiêu trong giao dịch M&A cũng không có gì khác biệt quá lớn đối với công tác định giá bất kỳ một doanh nghiệp nào. Tuy nhiên định giá doanh nghiệp trong giao dịch M&A coi trọng phần bù cho giá trị kiểm soát và giá trị cộng hưởng từ M&A như một bộ phận quan trọng tạo nên giá trị công ty. Giá trị của công ty thu được là tổng giá trị của các bộ phận được định giá gồm giá trị nguyên trạng của công ty, giá trị kiểm soát và giá trị cộng hưởng từ sáp nhập.

Định giá nguyên trạng: Định giá độc lập, riêng biệt công ty mục tiêu tại thời điểm trước M&A. Những chính sách hiện tại của công ty trong đầu tư, tài chính và phân chia cổ tức được ước lượng và sử dụng phương pháp định giá thích hợp để đưa ra giá trị của doanh nghiệp. Giá trị đưa ra trong trường hợp này là giá trị của công ty mục tiêu nếu như không thực hiện M&A mà phát triển theo chính sách và kế hoạch đã đề ra từ trước, không có sự tham gia của công ty đầu tư.

Giá trị kiểm soát: Khi những công ty mục tiêu đang có một bộ máy quản lý hoạt động kém hiệu quả thì các nhà đầu tư sẵn sàng trả một mức giá cao hơn mức giá thị trường để có được công ty. Sau khi thực hiện M&A, việc tiếp theo là thực hiện việc thay thế bộ máy quản trị, vì thế giá trị này thường gấp nhiều hơn trong tiếp quản thù địch.

Xác định giá trị cộng hưởng (Synergy Value): Lợi ích cộng hưởng là sự gia tăng được tiên liệu trước trong năng lực cạnh tranh và dòng tiền từ kết quả của sự

sáp nhập hai doanh nghiệp. Xác định giá trị cộng hưởng chúng ta phải xác định rõ giá trị cộng hưởng từ hoạt động và giá trị cộng hưởng trong tài chính. Mặc dù giá trị tổng hợp từ hoạt động rất khó để xác định và có nhiều quan điểm bất đồng về cách định giá giá trị này chứ không như việc xác định giá trị tổng hợp từ tài chính, nhưng trên thực tế, nhiều công ty mục tiêu được các nhà đầu tư sẵn sàng trả một phần không nhỏ cho giá trị này, nên chắc chắn giá trị này có tồn tại trong giao dịch M&A.

1.1.2.2 Mục đích của định giá doanh nghiệp [1]

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

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

1.1.2.3 Vai trò của định giá doanh nghiệp trong hoạt động M&A [1]

Định giá giá trị doanh nghiệp là một việc làm rất quan trọng và có tác động rất mạnh đến kết quả của thương vụ M&A. Kết quả định giá doanh nghiệp sẽ làm cơ sở cho việc thỏa thuận giao dịch M&A.

Đối với người mua, định giá chính xác công ty mục tiêu sẽ giúp doanh nghiệp tránh tình trạng đặt giá mua quá cao so với năng lực thực tế của đối tác.

Đối với doanh nghiệp bán thì việc định giá doanh nghiệp chính xác sẽ giúp họ tránh được tình trạng bị thâu tóm bởi đối tác do chấp nhận giá bán thấp hơn giá trị thực tế của doanh nghiệp. Đây là điều mà các doanh nghiệp khi tham gia M&A rất lo ngại.

1.1.2.4 Các nhân tố ảnh hưởng tới công tác định giá doanh nghiệp

Công tác định giá như cho thấy phụ thuộc nhiều vào các yếu tố ước tính, vì thế kết quả thu được mang nhiều tính chủ quan. Do đó, *yếu tố đầu tiên* ảnh hưởng tới công tác định giá là năng lực của người làm công tác định giá. Việc đưa ra những

phán đoán chính xác, có giá trị thực tế và sát với tình hình hiện tại của doanh nghiệp sẽ đưa ra một kết quả tốt nhất, một giá trị gần với giá trị thực của công ty nhất để từ đó đưa ra những quyết định chính xác trong việc đầu tư.

Đối với mỗi đối tượng sử dụng khác nhau thì công tác định giá mang một ý nghĩa khác. Khi yêu cầu về định giá chỉ mang tính tham khảo thì giá trị thu được mang ý nghĩa gần bằng nhiều hơn là định giá mang tính chất xác định cụ thể, chính xác. Nếu nhà đầu tư định giá doanh nghiệp nhằm tìm một mức giá tham chiếu cho cổ phiếu của doanh nghiệp đủ thờ công tác định giá chắc chắn sẽ không được tiến hành chi ly như việc định giá nhằm mục đích xem xét lại giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu hoặc mục đích tiến hành M&A. Vậy, *yếu tố thứ hai* ảnh hưởng đến công tác định giá là mục đích của công tác định giá.

Thứ ba, việc thu thập thông tin phục vụ cho công tác định giá cũng ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp xác định được. Với các thông tin sát với tình hình thực tế của công ty, sát với thị trường thì giá trị doanh nghiệp càng phản ánh đúng thực tế. Nếu thông tin thu được đáng tin cậy thì giá trị của doanh nghiệp cũng tin cậy hơn.

Chính sách phát triển của công ty cũng ảnh hưởng đến giá trị của nó khi được định giá, nhất là trong trường hợp định giá theo phương pháp chiết khấu luồng tiền. Khi xác định các giai đoạn phát triển của công ty, xác định luồng cổ tức, ... phụ thuộc vào chính sách phát triển của chính công ty đó.

Cuối cùng, phương pháp định giá được lựa chọn là yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp xác định được. Nếu sử dụng các phương pháp định giá không phù hợp, giá trị công ty sẽ bị định giá quá cao hoặc quá thấp. Để hạn chế tối đa sai số này chúng ta cần có những điều chỉnh hợp lý cho các quá trình định giá cho từng trường hợp cụ thể, đối với từng ngành, từng lĩnh vực sản xuất với các giá định điều chỉnh cần xem xét riêng. Bởi vì, định giá vừa mang tính khoa học vừa mang tính nghệ thuật nên rất khó có thể tính toán được giá trị chính xác bằng một phương pháp cụ thể nào đó. Chính vì vậy mục đích của chúng ta là đi tìm một giá trị tham chiếu có căn cứ khoa học để xác định giá trị tương đối của công ty, sau đó tùy các điều kiện của từng công ty mà có những điều chỉnh tăng hay giảm giá trị đã

được định giá, lúc này tính khoa học của công tác định giá không còn mà thay vào đó là nghệ thuật thương thuyết của hai bên trong việc đạt được một giá trị hợp lý có lợi nhất cho mục đích của mình.

1.1.2.5 Các phương pháp định giá doanh nghiệp [6], [7, tr.251-275]

Có rất nhiều phương pháp định giá doanh nghiệp khác nhau, tùy thuộc vào nhu cầu, mục đích của các bên tham gia M&A, tùy thuộc vào kinh nghiệm, nhận định chủ quan của nhóm thẩm định...nhưng thường được thực hiện nhất vẫn là các phương pháp được phân loại như Bảng 1.1 sau:

Bảng 1.1. Phân loại các phương pháp định giá doanh nghiệp phổ biến

TT	Các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp chủ yếu	
1	Dựa vào bảng cân đối kế toán	Giá trị sổ sách Giá trị sổ sách điều chỉnh Giá trị thanh lý Giá trị thay thế
2	Dựa vào bảng báo cáo Kết quả kinh doanh	P/E P/S Các tỷ số khác
3	Phương pháp hỗn hợp (lợi thế thương mại)	Cổ điển UEC gián lược Mô hình UEC Trực tiếp Gián tiếp
4	Dòng tiền chiết khấu (DCF)	FCFF FCFE DDM APV

(Nguồn: Tổng hợp từ các phương pháp định giá doanh nghiệp)

Trong Tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế 2005, hướng dẫn thẩm định giá quốc tế số - Thẩm định giá doanh nghiệp (UBTCTĐGQT, 2006: 248) cũng chỉ ra ba


cách tiếp cận phổ biến để thẩm định giá doanh nghiệp là: (i) cách tiếp cận vốn hoá thu nhập ; (ii) cách tiếp cận dựa vào thị trường ; và (iii) cách tiếp cận dựa trên tài sản.

Xét về nội dung, các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp dựa vào bảng cân đối kế toán thuộc vào cách tiếp cận thẩm định giá doanh nghiệp dựa trên tài sản. Các phương pháp thẩm định giá doanh nghiệp dựa vào bảng báo cáo thu nhập (hay dựa vào các tỷ số) thuộc cách tiếp cận thẩm định giá dựa vào thị trường. Cuối cùng, phương pháp dòng tiền chiết khấu và các mô hình biến thể của nó chính là các phương pháp vốn hoá thu nhập.


a) Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng cân đối kế toán

Các phương pháp thuộc nhóm này thẩm định giá doanh nghiệp trên cơ sở ước lượng giá trị các tài sản của nó. Các tài sản này được hình thành từ hai nguồn: (i) vốn vay và (ii) vốn chủ sở hữu, được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán.

Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng cân đối kế toán bao gồm:

 *Giá trị sổ sách*

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

 *Giá trị sổ sách điều chỉnh*

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

$$V_E = V_A - V_D$$

Trong đó:

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

V_A : Giá trị thị trường của toàn bộ tài sản

V_D : Giá trị thị trường của nợ.

Giá trị thanh lý

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

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

Giá trị thay thế

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

Ưu điểm của phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng cân đối kế toán

Phương pháp này đó là chúng cho phép các đối tượng quan tâm thấy rằng giá trị doanh nghiệp là một lượng tài sản có thật, với những bằng chứng kế toán rõ ràng.

Nhược điểm của phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng cân đối kế toán


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

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

b) Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng báo cáo kết quả kinh doanh

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

Các phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng báo cáo kết quả kinh doanh bao gồm:

 *Sử dụng tỷ số giá-thu nhập (PE)*

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

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

Trong đó:

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

$\text{PER} = P_0 / \text{EPS}$

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

EPS : Thu nhập dự kiến trong năm tới của mỗi cổ phiếu phổ thông (hoặc là thu nhập của mỗi cổ phiếu phổ thông trong năm tài chính gần nhất)

Với : $\text{EPS} = \text{NI}/\text{N}$

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

N : Số lượng cổ phiếu phổ thông đang lưu hành

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

Sử dụng tỷ số giá-doanh thu (PS)

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

Các tỷ số khác

Ngoài phương pháp sử dụng tỷ số PE hay tỷ số PS, người ta còn đề xuất một số tỷ số khác để thẩm định giá doanh nghiệp như: P/CE (Price to cash earnings): Tỷ số giá-thu nhập ròng trước khấu hao và nợ vay; P/LFCF (Price to levered free cash flow): Tỷ số giá-dòng tiền tự do có vay nợ; P/BV (Price to book value): Tỷ số giá-giá trị sổ sách;....

Ưu điểm của phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng báo cáo kết quả kinh doanh

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

Kết quả thẩm định giá từ các phương pháp này cũng thường được sử dụng để so sánh với kết quả của các phương pháp khác.

Nhược điểm của phương pháp thẩm định giá dựa vào bảng báo cáo kết quả kinh doanh

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

c) Các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại

Một cách tổng quát thì lợi thế thương mại là giá trị mà doanh nghiệp đạt được vượt trên giá trị sổ sách hoặc giá trị sổ sách điều chỉnh của nó.

Các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại bao gồm:

 *Mô hình cổ điển*

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

$$\begin{array}{l} V = A + n.B \text{ (a)} \\ V = A + z.F \text{ (b)} \end{array}$$

Trong đó:

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

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

z : Phần trăm nhất định của doanh thu ;

F : Doanh thu

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

Mô hình UEC giản lược

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

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

Trong đó:

A : Giá trị thị trường của tài sản ròng

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

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

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

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

(B - i.A) : Siêu lợi nhuận

Mô hình UEC

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

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

Từ công thức trên, người ta có thể viết công thức thực hành như sau:

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

🚩 *Mô hình gián tiếp*

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

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

Trong đó:

- i thường là lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn

🚩 *Mô hình trực tiếp (hay Anglo-Saxon)*

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

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

Trong đó:

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

🚩 *Ưu điểm của các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại*

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

🚩 *Nhược điểm của các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại*

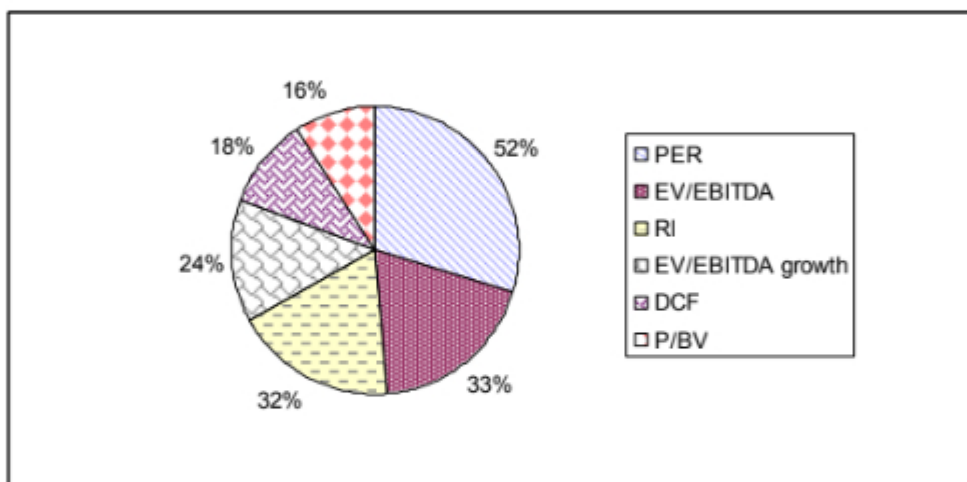
Các phương pháp thẩm định giá dựa vào lợi thế thương mại đã từng được sử dụng rộng rãi trong quá khứ, chúng dường như mang tính tùy nghi và không hàm

chứa nhiều tính khoa học. Ngày nay, các phương pháp này ngày càng ít được sử dụng trong thẩm định giá DN.

d) Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng tiền chiết khấu

Theo số liệu thống kê của Morgan Stanley Dean Witter Research cho thấy rằng trong số những phương pháp thẩm định giá được áp dụng rộng rãi nhất cho các DN ở Châu Âu, thì phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng tiền chiết khấu DCF được xếp ở vị trí thứ 5, sau các phương pháp sử dụng tỷ số như PE, EV/EBITDA, và EV/EG.

Hình 1.1: Biểu đồ mức độ sử dụng các phương pháp định giá



(Nguồn: Morgan Stanley)

Về thực tế là hầu như 90% các báo cáo thẩm định giá của vốn chủ sở hữu và 50% các cuộc thẩm định giá cho mục tiêu sáp nhập doanh nghiệp đều dựa trên cơ sở sử dụng các tỷ số như tỷ số PS hay tỷ số EV/EBITDA. Những lý do sau đây để giải thích tại sao phương pháp sử dụng các tỷ số lại được sử dụng phổ biến hơn so với các mô hình DCF:

- Một là việc thẩm định giá thông qua các tỷ số có thể được hoàn tất với ít các giả định, và nhanh chóng hơn nhiều so với việc thẩm định giá thông qua các mô hình DCF.

- Hai là việc thẩm định giá bằng tỷ số thì đơn giản, dễ hiểu, và có thể trình bày cho các khách hàng một cách dễ dàng hơn so với các mô hình DCF.

- Ba là việc thẩm định giá bằng tỷ số dường như phản ánh những động thái của thị trường nhiều hơn và trên thực tế, kết quả thẩm định bằng tỷ số thường gần với giá thị trường hơn so với thẩm định bằng các mô hình DCF.

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

Mặc dù phương pháp dòng tiền chiết khấu không nằm ở vị trí dẫn đầu trong các phương pháp được sử dụng phổ biến để thẩm định giá DN, nhiều nhà nghiên cứu nhất trí với nhận định rằng các mô hình DCF là đáng tin cậy về mặt lý thuyết, và ngày càng được sử dụng rộng rãi như là một trong những phương pháp thẩm định giá DN đúng đắn trên thế giới.

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

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

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

Trong đó:

V : Giá trị doanh nghiệp

CF_i : (Cash flow) Dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp ở kỳ thứ i

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

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

Mô hình DCF tổng quát

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

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

Theo quy trình này, công thức DCF tổng quát có thể được viết lại như sau:

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

Trong đó:

CF_i : (Cash flow) Dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp ở kỳ thứ i

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

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

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

➤ *Dòng tiền kỳ vọng*

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

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

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

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

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

Như vậy, cả FCFF và FCFE đều là các dòng tiền sau thuế và sau khi đã trang trải nhu cầu tái đầu tư của doanh nghiệp. Từ hai cách tiếp cận nêu trên, ta có các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu được sử dụng trong thẩm định giá doanh nghiệp là: biến thể DDM, biến thể FCFE, và biến thể FCFF.

➤ *Giá trị kết thúc*

Như đã trình bày, hoạt động của một DN (thí dụ như một DN cổ phần) sẽ (hoặc được giả định là) kéo dài vô tận, và vì thế, dòng tiền kỳ vọng mà nó tạo ra là vĩnh viễn. Bởi không thể ước lượng được một dòng tiền vĩnh viễn nên ta phải đặt ra một thời điểm kết thúc trên dòng tiền này, bằng cách dừng việc chiết khấu dòng tiền

vào một lúc nào đó trong tương lai, rồi tính toán một giá trị kết thúc mà có thể phản ánh được giá trị DN vào thời điểm đó. Có hai câu hỏi được đặt ra ở đây: (i) Thời đoạn tăng trưởng bất thường sẽ kéo dài trong bao lâu, và đâu sẽ là thời điểm kết thúc? ; (ii) Giá trị kết thúc được ước lượng như thế nào?

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

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

Ngược lại, nếu không có hay chỉ có những trở ngại nhỏ trong việc gia nhập ngành, hay nếu lợi thế cạnh tranh hiện tại của DN đang phai nhòa dần, ta nên dè dặt hơn khi giả định thời gian tăng trưởng dài. Chất lượng quản trị hiện tại cũng ảnh hưởng đến tăng trưởng. Một số nhà quản lý cấp cao có khả năng thực hiện những chọn lựa chiến lược làm tăng lợi thế cạnh tranh và tạo ra những lợi thế cạnh tranh mới cho DN.

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

Phương pháp giá trị thanh lý: Phương pháp này giả định rằng DN sẽ ngừng hoạt động vào một thời điểm nào đó trong tương lai và sẽ bán những tài sản mà DN

đã tích lũy được cho những người trả giá cao nhất. Giá trị ước lượng này được gọi là giá trị thanh lý. Có hai cách ước lượng giá trị thanh lý sau đây:

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

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

Trong đó:

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

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

m : Tuổi bình quân của tất cả tài sản

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

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

Trong đó:

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

k : Tỷ suất chiết khấu

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

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

Phương pháp sử dụng mô hình tăng trưởng ổn định Gordon: Phương pháp này xem doanh nghiệp như một tổ chức vẫn đang hoạt động tại thời điểm ước lượng giá trị kết thúc. Dòng tiền mà doanh nghiệp có thể tạo ra sau thời điểm kết thúc (n)

được giả định là sẽ tăng trưởng mãi mãi với một tốc độ tăng trưởng ổn định (g) nào đó. Theo mô hình tăng trưởng ổn định Gordon, (TV_n) định bởi:

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

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

CF_n : Dòng tiền của doanh nghiệp ở thời đoạn thứ (n)

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

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

➤ *Tỷ suất chiết khấu*

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

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

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

- Mô hình tăng trưởng ổn định Gordon

$$K_e = \frac{D_o(1+g)}{P_o} + g$$

Trong đó:

D_0 : Lợi tức cổ phần trong lần chia gần nhất

g : Tốc độ tăng trưởng lợi tức cổ phần ổn định kỳ vọng

$D_0(1+g)$: Lợi tức cổ phần kỳ vọng trong kỳ sắp tới

P_0 : Giá trị thị trường hiện hành của cổ phần thông thường

- Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)

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

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

Trong đó :

R_f : Tỷ suất sinh lời phi rủi ro

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

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

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

Tỷ suất chiết khấu dùng cho việc thẩm định giá toàn bộ doanh nghiệp là chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC), được định nghĩa là số trung bình số học có quyền số của chi phí sử dụng nợ vay sau thuế và chi phí vốn chủ sở hữu với quyền số là tỷ trọng giá trị thị trường của từng bộ phận vốn thành phần nêu trên chiếm trong tổng giá trị thị trường của toàn bộ vốn của doanh nghiệp.

$$WACC = W_d K_d + W_p K_p + W_e K_e$$

Trong đó:

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

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

b) Các biến thể của mô hình DCF

Theo Aswath Damodaran (2006), trên thực tế có 4 biến thể (Variants) của mô hình DCF như Bảng 1.2 sau:

Bảng 1.2. Các phương pháp thẩm định giá dựa vào dòng tiền chiết khấu

<i>TT</i>	<i>Các biến thể mô hình DCF</i>	<i>Phương pháp tính</i>	<i>Các mô hình</i>
1	Các mô hình điều chỉnh tỷ suất chiết khấu	Thẩm định giá doanh nghiệp bằng cách chiết khấu dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp với tỷ suất chiết khấu đã điều chỉnh rủi ro.	DDM
			FCFE
			FCFF
2	Các mô hình tương đương chắc chắn	Thực hiện điều chỉnh rủi ro của dòng tiền kỳ vọng để có được dòng tiền chắc chắn tương đương, sau đó chiết khấu nó với một tỷ suất chiết khấu phi rủi ro để có được giá trị thẩm định.	UM
			RRM
3	Các mô hình thu nhập vượt trội	Dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp sẽ được phân tách thành hai phần: (i) dòng tiền thu nhập bình thường trên vốn đầu tư, và (ii) dòng tiền thu nhập vượt trội. Giá trị doanh nghiệp sẽ được ước lượng trên cơ sở thẩm định một cách riêng biệt hai dòng tiền này.	EVA
			EP
			CFROI
4	Mô hình giá trị hiện tại hiệu chỉnh	Giá trị doanh nghiệp sẽ được thẩm định mà không tính đến tác động của nợ vay (nghĩa là dựa trên cơ sở được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu), sau đó mới xem xét đến tác động của việc vay nợ đến giá trị doanh nghiệp	APV

(Nguồn: Tổng hợp từ các phương pháp định giá doanh nghiệp)

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

Trong các mô hình định giá dựa vào dòng tiền chiết khấu thì mô hình điều chỉnh giá trị hiện tại (Adjusted Present Value: APV) cung cấp một cơ sở vững chắc trong việc phân tích những thay đổi trong tài chính doanh nghiệp và đặc biệt là phương pháp rất hữu dụng trong định giá doanh nghiệp.

1.2 MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ APV [13, tr.1-15]

Mô hình APV lần đầu tiên được nghiên cứu bởi Stewart Myers giáo sư của Trường kinh doanh The MIT Sloan School of Management là một trong năm học viện của Viện Công nghệ Massachusetts, Cambridge, Massachusetts và sau đó được lý thuyết hóa bởi Lorenzo Peccati, giáo sư tại Đại học Bocconi vào năm 1973 trên cơ sở của mô hình hiện giá dòng tiền.

1.2.1 Cơ sở giả định của mô hình định giá APV

Doanh nghiệp thu mua phải trả bao nhiêu cho doanh nghiệp mục tiêu để thực hiện được giao dịch? Việc đánh giá giá trị của doanh nghiệp mục tiêu trước khi được sáp nhập, hay còn gọi tiền sáp nhập rất quan trọng để xác định giá phải trả cho doanh nghiệp mục tiêu. Có rất nhiều phương pháp định giá doanh nghiệp mục tiêu và hầu hết dựa trên cơ sở của phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF). Những mô hình đánh giá khác có thể được sử dụng rộng rãi trong việc đánh giá doanh nghiệp và có nhiều tài liệu đã nghiên cứu, trình bày. Luận văn này tập trung vào việc phân tích mô hình hiện giá điều chỉnh (adjusted present value: APV) và ứng dụng của mô hình này trong thực tế. Đây cũng là mô hình xuất phát trên cơ sở đánh giá dòng tiền dự án và chiết khấu dòng tiền này ở chi phí vốn nhưng nó đặc biệt lý tưởng trong trường hợp doanh nghiệp có cấu trúc vốn thay đổi trong giai đoạn tiền sáp nhập.

Phương pháp Giá trị hiện tại điều chỉnh APV (Adjusted Present Value) cũng tương tự như phương pháp giá trị hiện tại ròng NPV (Net Present Value). Về phương diện kỹ thuật, điểm khác căn bản là mô hình APV sử dụng chi phí sử dụng vốn cổ phần (cost of equity) hay WACC điều chỉnh lãi suất chiết khấu thay vì dùng

WACC thông thường như NPV. Lý do chính nằm ở cấu trúc tài trợ của dự án và hiệu ứng của lý chắn thuế (tax shield). Mô hình này xác định giá trị của một DN có sử dụng đòn bẩy tài chính như là giá trị của một DN không sử dụng đòn bẩy cộng với giá trị của những tác động liên quan đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Những tác động này bao gồm tấm chắn thuế của nợ vay. Theo mô hình này, giá trị của DN được xác định như sau:

$$\text{Giá trị DN} = \text{Giá trị của DN khi không vay nợ} + \text{Giá trị hiện tại của lá chắn thuế kỳ vọng của nợ vay}$$

Định giá DN với mô hình APV đòi hỏi phải xác định được:

- Dòng tiền tự do dự kiến của DN;
- Chi phí vốn chủ sở hữu không có đòn bẩy tài chính;
- Cấu trúc vốn dự kiến của DN;
- Suất chiết khấu áp dụng cho tấm chắn thuế;
- Và tỷ lệ tăng trưởng trong dài hạn của dòng tiền tự do và nợ vay của DN.

Trong mô hình APV sáp nhập bắt đầu với giá trị DN không sử dụng nợ vay.

Khi thêm nợ vay vào cấu trúc vốn của DN ta sẽ xem xét tác động của thay đổi này lên giá trị DN thông qua việc xem xét lợi nhuận và chi phí của vốn vay.

1.2.2 Quy trình định giá doanh nghiệp bằng mô hình APV

Các bước sử dụng mô hình APV trong định giá doanh nghiệp mua bán và sáp nhập như sau:

Bước 1: Dự kiến dòng tiền tự do (FCF_t) và tấm chắn thuế (TS_t) cho những năm hoạt động của DN mục tiêu sau khi Sáp nhập.

$$V_u = \frac{FCF_{t_0} \times (1+g)}{K_u - g}$$

Trong đó:

V_u : (Value of unlevered firm) Giá trị của DN khi không vay nợ

FCF_{t_0} : Dòng tiền tự do của DN ở thời điểm hiện tại, FCF_t biểu hiện dòng tiền tự do tại thời điểm t. K_u : Chi phí vốn chủ sở hữu khi DN không vay nợ

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

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

$$V_{TS} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_t \times I_t \times D_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó:

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

T_t : (Tax rate) thuế suất thuế thu nhập DN ở kỳ thứ t

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

D_t : (Debt) Nợ vay ở kỳ thứ t

r : Tỷ suất chiết khấu thích hợp

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

$$V_{TS} = T \times D$$

Bước 2: Tính toán chi phí sử dụng vốn không có đòn cân nợ r_{su}

$$r_{su} = w_s \times r_{sl} + w_d \times r_d$$

Trong đó:

r_{su} : chi phí sử dụng vốn không có đòn cân nợ; w_s : tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn; w_d : tỷ trọng nợ vay dài hạn trong cấu trúc vốn; r_d : chi phí sử dụng nợ vay; r_{sl} : tỷ suất sinh lợi mong đợi của DN, công thức tính r_{sl} như sau

$$r_{sl} = r_f + [\beta \times (r_m - r_f)]$$

β : rủi ro hệ thống của DN; r_f : tỷ suất sinh lợi phi rủi ro; r_m : tỷ suất sinh lợi thị trường

Bước 3: tính toán chi phí sử dụng vốn bình quân WACC của DN khi DN đã có cấu trúc vốn ổn định.

$$WACC = w_d \times (1-T)r_d + w_s r_{sl}$$

Bước 4: Đánh giá giá trị hiện tại của dòng tiền và tầm chắn thuế. Dòng tiền của dự án khi cấu trúc vốn không ổn định sẽ được chiết khấu tại suất chiết khấu r_{su} , và dòng tiền của dự án ở giai đoạn cấu trúc vốn ổn định sẽ được chiết khấu tại WACC. Giá trị hoạt động của DN, V_0 là tổng của hai giá trị này:

$$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+r_{su})^1} + \frac{FCF_2}{(1+r_{su})^2} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r_{su})^t} + \frac{FCF_{t+1}}{(1+WACC)^{t+1}} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n}$$

Bước 5: Xác định giá chào mua bằng cách so sánh giá trị V_0 và giá trị thị trường của DN tại thời điểm định giá.

Để áp dụng được mô hình APV trong định giá DN, có ba yếu tố quan trọng cần xác định:

- Báo cáo tài chính với dòng tiền tự do dự kiến của DN và tầm chắn thuế sau khi Sáp nhập
- Chi phí vốn không sử dụng đòn cân nợ
- Cấu trúc vốn mục tiêu và tốc độ tăng trưởng dự kiến của DN.

APV sẽ chia giá trị hoạt động của DN thành hai phần: giá trị của DN không sử dụng đòn cân nợ là giá trị hiện tại của dòng tiền được chiết khấu ở chi phí sử dụng vốn không có đòn cân nợ, và giá trị của tầm chắn thuế là giá trị hiện tại của tất cả phần tiết kiệm được từ thuế được chiết khấu ở chi phí vốn không có đòn cân nợ:

$$V_0 = V_U + V_{TS}$$

1.2.3 Ưu điểm và nhược điểm của mô hình APV

1.2.3.1 Ưu điểm của mô hình APV

Trong mô hình APV, chúng ta đánh giá nợ vay của DN một cách riêng biệt so với các tài sản hoạt động khác, và giá trị của DN là tổng của hai thành phần này.

Điểm nổi bật của phương pháp này là tách rời ảnh hưởng của nợ thành hai phần riêng biệt và cho phép người phân tích sử dụng suất chiết khấu riêng biệt cho mỗi phần với tỷ lệ nợ là không cố định. Việc đánh giá dòng tiền và chiết khấu chúng riêng biệt cho mỗi thành phần giúp ta đánh giá chính xác hơn giá trị của DN.

Trên thực tế, ta có thể sử dụng ưu điểm nổi bật của phương pháp chiết khấu dòng tiền này để chia dòng tiền thành những phần riêng biệt và việc đánh giá các thành phần một cách riêng biệt sẽ không làm thay đổi giá trị DN. Do đó, chúng ta có thể ứng dụng phương pháp này để đánh giá một DN bằng cách đánh giá từng đơn vị của DN một cách riêng biệt hoặc đánh giá hoạt động của DN đó ở từng quốc gia riêng biệt sau đó cộng chúng lại với nhau. Và với mỗi quốc gia hay đơn vị ta có thể áp dụng một tỷ lệ rủi ro thặng dư khác nhau để đánh giá phù hợp với thực tế. Việc vận dụng phương pháp này sẽ phù hợp trong việc định giá doanh nghiệp mua bán và sáp nhập.

1.2.3.2 Nhược điểm của mô hình APV

Trên thực tế, không phải tất cả các DN đều có thể áp dụng việc đánh giá dòng tiền riêng biệt ở từng bộ phận, từng quốc gia. Đó là vấn đề dữ liệu đầu vào cho việc đánh giá. Nhiều DN không thể phân tích thu nhập và dòng tiền của họ đủ chi tiết để có thể áp dụng việc đánh giá theo từng phần riêng biệt và các chi phí của DN mẹ có thể được phân bổ về các đơn vị hay các DN con một cách tùy tiện.

Bên cạnh đó, những ưu điểm của APV cần được cân nhắc lại khi phân tích sử dụng mô hình APV mà bỏ qua chi phí phá sản có thể có dẫn đến kết luận là giá trị DN tăng tương ứng với tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn của DN đó. Tức là, tỷ lệ nợ tối ưu của DN là 100%, điều này trái với thực tế. Khuyết điểm này sẽ dẫn đến kết quả là giá trị của DN sẽ được đánh giá cao hơn thực tế, đặc biệt là khi tỷ lệ nợ của DN quá cao, rõ ràng lúc đó chi phí phá sản không thể bằng không.

Cũng như các phương pháp định giá khác được sử dụng trong định giá hoạt động mua bán và sáp nhập thì mô hình định giá APV cũng chưa đưa vào giá trị doanh nghiệp phần giá trị kiểm soát và giá trị cộng hưởng. Trong khi đó, định giá doanh nghiệp trong giao dịch M&A coi trọng phần bù cho giá trị kiểm soát và giá trị cộng hưởng từ M&A như một bộ phận quan trọng tạo nên giá trị công ty. Giá trị của công ty thu được là tổng giá trị của các bộ phận được định giá gồm giá trị nguyên trạng của công ty, giá trị kiểm soát và giá trị cộng hưởng từ sáp nhập.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 của luận văn đề cập đến những vấn đề lý luận cơ bản về hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp và đề cập chi tiết những lý luận liên quan đến việc định giá doanh nghiệp thông qua khái niệm, vai trò, mục đích, các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp khi định giá và các phương pháp định giá doanh nghiệp. Đặc biệt tác giả đi sâu giới thiệu mô hình hiện giá điều chỉnh (APV) áp dụng cho việc định giá doanh nghiệp, cụ thể là các bước áp dụng cho việc định giá doanh nghiệp sẽ được sử dụng trong các chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP TẠI VIỆT NAM

2.1 MÔI TRƯỜNG PHÁP LÝ CHO HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP TẠI VIỆT NAM

Đây chính là một khó khăn cho công tác tiến hành các giao dịch M&A ở Việt Nam. Pháp luật Việt Nam chưa hoàn thiện cơ sở pháp lý cho hoạt động M&A, chưa có định nghĩa M&A một cách đồng nhất mà thuật ngữ này đang được dùng hoàn toàn theo tinh thần của nơi xuất xứ mặc dù các hoạt động ở Việt Nam chưa hoàn toàn giống với các giao dịch trên các thị trường phát triển lâu năm. Tuy vậy, cũng có thể nhận thấy rằng, mặc dù hoạt động này còn rất mới mẻ nhưng các nhà làm luật cũng đã cố gắng nhiều trong việc từng bước triển khai luật điều chỉnh công tác M&A với những quy phạm được quy định trong các luật điều chỉnh hoạt động kinh tế và đầu tư như: Luật đầu tư, Luật doanh nghiệp 2005, Luật cạnh tranh 2004, Luật chứng khoán 2006... Cụ thể như sau:

Theo điều 17, Luật cạnh tranh ngày 3 tháng 12 năm 2004 thì sáp nhập doanh nghiệp là việc một hoặc một số doanh nghiệp chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp của mình sang một doanh nghiệp khác, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của doanh nghiệp bị sáp nhập. [9]

Mua lại doanh nghiệp là việc một doanh nghiệp mua toàn bộ hoặc một phần tài sản của doanh nghiệp khác đủ để kiểm soát, chi phối toàn bộ hoặc một ngành nghề của doanh nghiệp bị mua lại.”

Luật doanh nghiệp ngày 29 tháng 11 năm 2005 xem xét sáp nhập doanh nghiệp như hình thức tổ chức lại doanh nghiệp xuất phát từ nhu cầu tự thân của doanh nghiệp. Một hoặc một số công ty cùng loại (sau đây gọi là công ty bị sáp nhập) có thể sáp nhập vào một công ty khác (sau đây gọi là công ty nhận sáp nhập)

bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang công ty nhận sáp nhập, đồng thời chấm dứt toàn bộ sự tồn tại của công ty bị sáp nhập.

Điều 152 xem xét hợp nhất doanh nghiệp là việc hai hoặc một số công ty cùng loại (sau đây gọi là công ty bị hợp nhất) có thể hợp nhất thành một công ty mới (sau đây gọi là công ty hợp nhất) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền và lợi ích hợp pháp sang công ty hợp nhất, đồng thời chấm dứt tồn tại của các công ty bị hợp nhất.

Điều 145 Luật doanh nghiệp có nói đến việc bán các doanh nghiệp tư nhân (“Chủ doanh nghiệp có quyền bán doanh nghiệp của mình cho người khác”). Trong Luật doanh nghiệp không đề cập đến mua lại doanh nghiệp nói chung. [10]

Điều 21 Luật Đầu tư ngày 29 tháng 11 năm 2005 lần đầu tiên quy định đầu tư thực hiện việc sáp nhập và mua lại doanh nghiệp như một trong những hình thức đầu tư trực tiếp. Đầu tư trực tiếp được thực hiện dưới các hình thức:

- Đóng góp vốn để thành lập doanh nghiệp mới hoặc để tham gia quản lý hoạt động đầu tư.

- Mua toàn bộ hoặc một phần doanh nghiệp đang hoạt động.

- Mua cổ phiếu để thôn tính hoặc sáp nhập doanh nghiệp.

Theo điều 3 Luật Đầu tư, “Đầu tư trực tiếp là hình thức đầu tư do nhà đầu tư bỏ vốn đầu tư và tham gia quản lý hoạt động đầu tư”. [12]

Điều 32 Luật Chứng khoán 2006 quy định cụ thể trong việc chào mua công khai cổ phần của công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán trong các trường hợp chào mua các cổ phiếu có quyền biểu quyết dẫn tới việc sở hữu 25% trở lên số cổ phiếu đang lưu hành của công ty hoặc trong trường hợp chào mua mà đối tượng được chào mua bắt buộc phải bán cổ phiếu mà họ sở hữu, nói chung là những trường hợp chào mua phục vụ mục đích thôn tính và sáp nhập. [11]

Như vậy, theo pháp luật Việt Nam hiện hành, sáp nhập và mua lại doanh nghiệp được xem xét dưới nhiều góc độ: như một trong các hành vi tập trung kinh tế, như một trong những hình thức tổ chức lại doanh nghiệp và cũng như một hình thức đầu tư trực tiếp.

2.2 THỰC TRẠNG ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP TẠI VIỆT NAM

2.2.1 Tổng quan về hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam

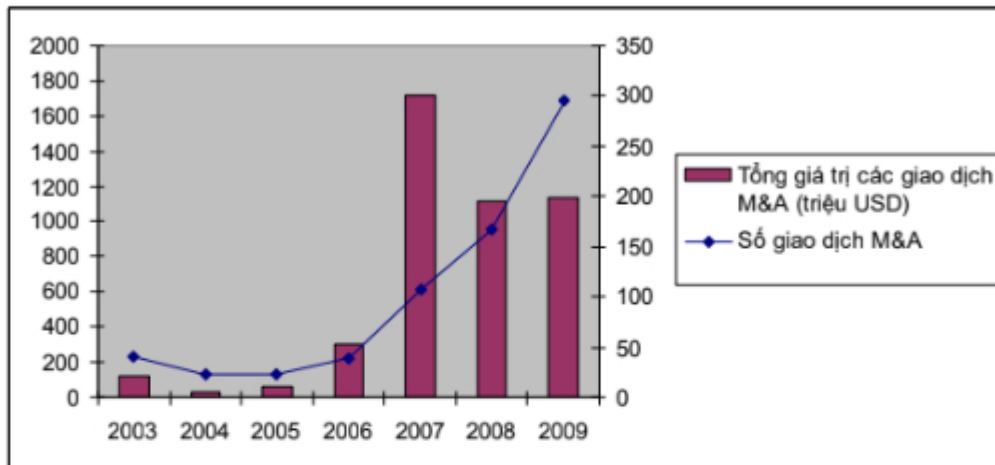
2.2.1.1 Quá trình hình thành và phát triển hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam [5]

Theo số liệu tại hội thảo “Mua bán và sáp nhập doanh nghiệp” tại TPHCM ngày 10/7/2007, hoạt động M&A ở nước ta đã được khởi động từ năm 2000, đến năm 2009 số vụ M&A là 295 với tổng giá trị là 1,138 triệu USD. Giá trị của các thương vụ M&A qua các thời kì theo nghiên cứu được đưa ra theo Bảng 2.1 và Hình 2.1 sau:

Bảng 2.1. Các thương vụ M&A tại Việt Nam từ 2000 đến 2009

Năm	Số giao dịch M&A	Tổng giá trị các giao dịch M&A (triệu USD)
2000 – 2003	41	118
2004	23	34
2005	22	61
2006	38	299
2007	108	1,719
2008	146	1,117
2009	295	1,138

(Nguồn: Tạp chí Thomson Reuters và nghiên cứu của doanh nghiệp PricewaterhouseCoopers)

Hình 2.1. Biểu đồ các thương vụ M&A tại Việt Nam

(Nguồn: Tạp chí Thomson Reuters và nghiên cứu của doanh nghiệp
PricewaterhouseCoopers)

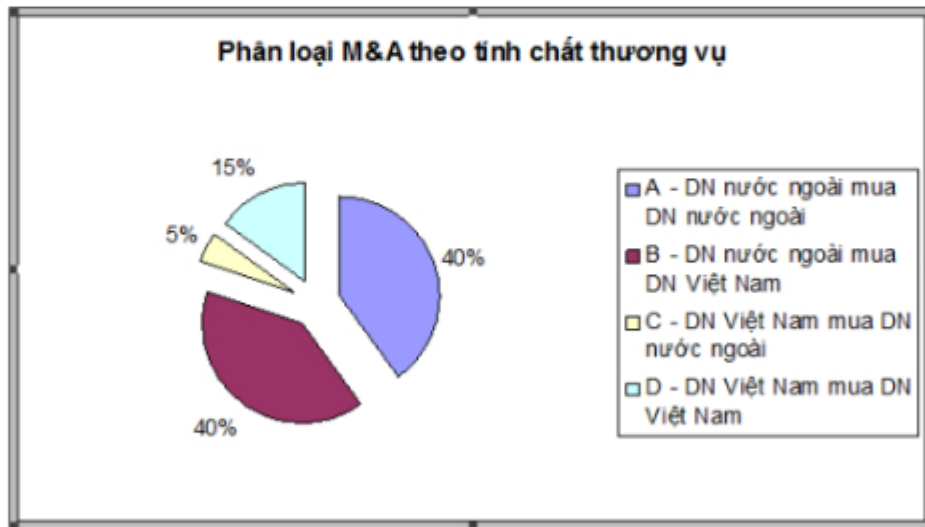
Con số và giá trị của hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại thị trường trong nước trong những năm qua là không đáng kể nhưng cũng cho thấy sự phát triển mạnh mẽ của một thị trường còn đang non trẻ. So với con số 22 giao dịch trong năm 2005 với giá trị 61 triệu USD thì năm 2006 con số này là 299 triệu USD với gần gấp đôi số lượng giao dịch. Con số này được mong đợi sẽ tăng đáng kể trong năm 2007. Số lượng giao dịch chủ yếu tập trung vào lĩnh vực tài chính-ngân hàng, mua lại cổ phần hoặc thành lập các liên doanh và một số nhỏ ở khu vực kinh tế tư nhân. Hiện nay, các hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu diễn ra ngoài Việt Nam, còn gọi là “mua bán offshore”, các doanh nghiệp nước ngoài có xu hướng mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong liên doanh với Việt Nam, theo đó quyền sở hữu, kiểm soát doanh nghiệp sau khi mua bán và Sáp nhập sẽ thuộc về nhà đầu tư nước ngoài. Trong năm 2009, số thương vụ mua bán - sáp nhập (M&A) tại Việt Nam ước tính đạt 295 và giá trị giao dịch đạt 1,138 triệu USD. Số thương vụ tuy tăng hơn 100% so với năm 2008, nhưng giá trị thương vụ thì lại tăng nhẹ chỉ có 1,88% so với năm 2008. Một số giao dịch đáng chú ý trong năm này là Viettel – Vinaconex, HSBC - Bảo Việt, Hà Tiên 1 - Hà Tiên 2, BIDV - PIB Campuchia...

Về triển vọng trong thời gian tới, số thương vụ M&A sẽ tiếp tục gia tăng mạnh mẽ; Giá trị giao dịch sẽ tăng ổn định. Có một số động thái cho thấy sẽ xuất hiện một số thương vụ có quy mô lớn.

2.2.1.2 Đặc điểm các thương vụ M&A ở Việt Nam

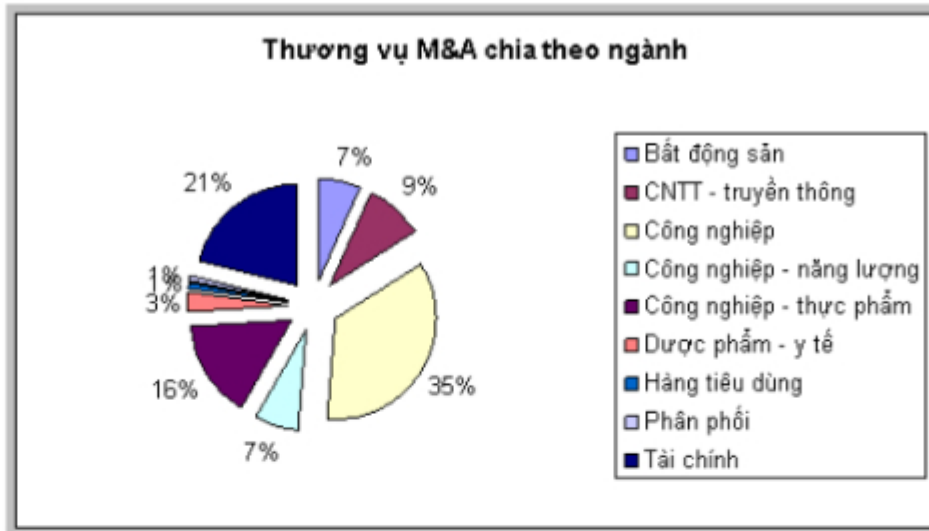
Các thương vụ M&A tại Việt Nam được chia theo 04 loại: A – Doanh nghiệp nước ngoài mua doanh nghiệp nước ngoài, B – Doanh nghiệp nước ngoài mua doanh nghiệp trong nước, C – Doanh nghiệp trong nước mua doanh nghiệp nước ngoài và D – Doanh nghiệp trong nước mua doanh nghiệp trong nước. Và các thương vụ tại Việt nam chủ yếu vẫn thuộc về hai loại: doanh nghiệp nước ngoài mua cổ phần doanh nghiệp Việt nam (chiếm 40% số giao dịch); doanh nghiệp Việt nam mua bán doanh nghiệp Việt nam (chiếm 40% số giao dịch). Con số thống kê về loại hình này cũng chứng minh cho hai đặc điểm về xu hướng M&A tại Việt Nam sẽ được trình bày ở phần sau.

Hình 2.2. Biểu đồ phân loại M&A theo tính chất thương vụ



(Nguồn: Tổng hợp từ MANetwork.vn)

Hình 2.3. Biểu đồ phân loại thương vụ M&A theo ngành



(Nguồn: Tổng hợp từ MANetwork.vn)

Trong tổng số thương vụ M&A thành công tại Việt Nam. Ngành bất động sản, ngành công nghiệp và ngành tài chính ngân hàng là những ngành chiếm tỷ trọng lớn về các thương vụ M&A.

🚩 Ngành bất động sản

Năm 2009, bất động sản là một trong ba lĩnh vực dẫn đầu về thu hút vốn FDI. Trong khi đó giá đất tại nhiều khu vực tăng chóng mặt, cùng nhiều dự án bất động sản cao cấp đồng loạt tái khởi động khiến thị trường địa ốc càng thêm sôi động. Điều đáng nói là nhiều dự án tái khởi động trong thời gian qua đều do các DN Mua bán. Các chuyên gia cho rằng năm 2009 là thời gian khó khăn với tất cả các DN lớn nhỏ tại Việt Nam cũng như trên toàn thế giới do hậu quả của khủng hoảng kinh tế toàn cầu nhưng đây cũng là cơ hội để các DN nắm bắt.

Một số thương vụ bất động sản đáng lưu ý trong năm qua: Thương vụ chuyển nhượng dự án nhà ở cao cấp, văn phòng, khách sạn 5 sao Hanoi City Complex do tập đoàn lớn thứ 5 Hàn Quốc Lotte Mua bán từ tập đoàn Deawoo. Dự án được tái khởi động vào ngày 22/10 vừa qua sau hơn 4 tháng dừng. Nằm tại đường Liễu Giai, quận Ba Đình, Hà Nội, với vốn đầu tư lên đến 400 triệu USD, cao

65 tầng, dự án này được đánh giá là tòa nhà cao thứ hai tại Việt Nam sau Keangnam. Trước đó, dự án được khởi công vào đầu năm 2007. Tuy nhiên vào đầu tháng 6 vừa qua, chủ đầu tư đã buộc phải dừng dự án do khó khăn về mặt tài chính. DN CapitaLand, thông qua DN con do CapitalLand sở hữu 100% là CVH Cayman 1, đã tăng quyền vốn chủ sở hữu từ 10% lên 70% trong DN CapitaLand - Hoàng Thanh bằng cách Mua bán 60% cổ phần của DN Hoàng Thanh với số tiền là 551 tỷ Việt Nam đồng (tương đương 32.5 triệu USD). CapitaLand- Hoàng Thanh là một DN liên doanh chuyên phát triển và đầu tư bất động sản giữa DN Hoàng Thanh và Tập đoàn CapitaLand của Singapore.

Ngành công nghiệp

Ngành công nghiệp tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn về số lượng thương vụ và giá trị M&A. Các giao dịch tập trung nhiều vào lĩnh vực công nghiệp thực phẩm gắn với phân phối để khai thác thị trường 86 triệu dân của Việt nam: như là bia, nước giải khát, thực phẩm gia vị... Các giao dịch mua bán về công nghiệp năng lượng cũng được diễn ra với giá trị và quy mô lớn. Một thương vụ lớn trong ngành công nghiệp là vào tháng sáu, Unilever đã thông báo Mua bán 33.33% cổ phần của DN Liên Doanh Unilever Vietnam từ đối tác trong nước là Tập Đoàn Sản Xuất Hóa Chất Quốc Gia Việt Nam (Vinachem). Giá trị của giao dịch M&A này không được đưa ra. Unilever và Vinachem đã ký thỏa thuận chấm dứt liên doanh để có thể mở rộng thêm hoạt động kinh doanh. Theo đó, DN liên doanh Unilever Việt Nam đã trở thành một DN có 100% vốn đầu tư nước ngoài và được đổi tên thành DN TNHH Quốc Tế Unilever Việt Nam hay Unilever Việt Nam.

Loại hình M&A theo đó nhà đầu tư nước ngoài Mua bán cổ phần của DN Việt nam nhưng vẫn tiếp tục diễn ra trong năm 2009, tuy không sôi động như giai đoạn trước.

Ngành tài chính ngân hàng

Năm 2009, chỉ có hai thương vụ đang lưu ý mà ngân hàng nước ngoài trở thành đối tác chiến lược của ngân hàng trong nước. Đó là BNP Paribas (BNP) nâng tỷ lệ cổ phần tại OCB lên 15%, và MayBank tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần tại Ngân

hàng An Bình lên 20%. Thương vụ đáng chú ý trong nước đó là Oceanbank đã chọn Petrovietnam (PVN) làm cổ đông chiến lược từ đầu năm 2009, với tỷ lệ cổ phần PVN nắm giữ tại Oceanbank là 20%. Một thương vụ lớn liên quan đến đầu tư ra nước ngoài trong lĩnh vực ngân hàng. Đó là vào tháng 7/2009, BIDV cho biết đã hoàn tất việc thành lập CTCP Đầu tư và phát triển IDCC 100% vốn Việt Nam với vốn điều lệ 100 triệu USD, do BIDV và DN Phương Nam góp vốn. IDCC đã ký hợp đồng chuyển nhượng, chính thức thực hiện M&A Ngân hàng Đầu tư Thịnh vượng PIB (một ngân hàng tư nhân của Campuchia), cơ cấu và đổi tên thành Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Campuchia (BIDC). Theo kế hoạch, đến năm 2012, BIDC sẽ có tổng tài sản 303 triệu USD, tổng nguồn vốn huy động 216 triệu USD, cho vay đạt 210 triệu USD.

Trong lĩnh vực chứng khoán, theo thống kê của Ủy ban chứng khoán nhà nước năm 2009, có hàng chục hồ sơ của các Công ty chứng khoán xin rút bớt nghiệp vụ kinh doanh do khó khăn và không thuyết phục được cổ đông bỏ thêm vốn. Để tiếp tục duy trì kinh doanh, một số Công ty chứng khoán đã chấp nhận bán bớt cổ phần hay kêu gọi các đối tác ngoại cùng tham gia. Tuy vậy, nhìn chung tìm kiếm đối tác để bán các công ty chứng khoán được thành lập vội vàng năm 2007 cũng không phải là dễ. Chỉ có một số trường hợp thành công, như Woori Securities (Hàn Quốc) mua lại 49% cổ phần của DN chứng khoán Biển Việt và đổi tên thành DN chứng khoán Woori CBV.

Không đứng ngoài xu hướng của kinh tế thế giới, số thương vụ sáp nhập và mua lại ở Việt Nam ngày càng tăng, nhất là trong giai đoạn từ năm 2005 cho đến nay. Qua các thương vụ đã tiến hành, có thể rút ra những nhận xét như sau:

Thứ nhất, các thương vụ M&A ở Việt Nam trong thời gian qua chủ yếu mang tính chất sáp nhập thân thiện mà ít mang tính chất thù địch. Hầu hết các thương vụ mua bán đều mang lại những giá trị tích cực cho cả hai bên trong giao dịch, tác động thuận lợi cho sự phát triển của cả hai bên và có tính chất hỗ trợ nhau trong phát triển sản xuất kinh doanh.

Thứ hai, các thương vụ đã được tiến hành ở Việt Nam chưa đáp ứng được hết các yêu cầu của các hình thức hợp tác cao của các vụ hợp nhất, chủ yếu các thương vụ đều mang tính chất các vụ thu tóm, mua lại doanh nghiệp.

Thứ ba, các thương vụ M&A ở Việt Nam còn khó phân biệt với các giao dịch của hình thức đầu tư tài chính. Có nhiều vụ mua bán cổ phiếu của các doanh nghiệp mặc dù được xếp vào hoạt động M&A nhưng lại mang tính chất của đầu tư tài chính nhiều hơn tính chất thu tóm doanh nghiệp.

Thứ tư, các giao dịch M&A ở Việt Nam có yếu tố nước ngoài xuất hiện phổ biến. Giải thích cho hiện tượng này là sự hội nhập kinh tế quốc tế, các công ty nước ngoài muốn đầu tư vào thị trường Việt Nam thờ cớch nhanh nhất để thiết lập thị trường và chiếm lĩnh thị phần là liên doanh với các công ty trong nước đó cú thị phần và nhân công nhất định từ trước.

Thứ năm, hoạt động M&A ở Việt Nam có sự tương đồng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, sự chuyển dịch dòng vốn đầu tư quốc tế và giá trị sản xuất ngành công nghiệp.

Thứ sáu, hoạt động M&A ở Việt Nam còn đang rất mới mẻ, trình độ của những người thực hiện chưa chuyên nghiệp. Thái độ của các doanh nghiệp Việt Nam đối với M&A còn thiếu thiện chí, các doanh nghiệp chưa nhận thức được đầy đủ về M&A và chưa thực sự nhận thức được rằng M&A cũng là một cách để doanh nghiệp tồn tại và phát triển trong bối cảnh kinh tế hội nhập và môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt như hiện nay.

2.2.1.3 Những rào cản và thách thức khi thực hiện mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam [15], [19]

a) Khung pháp lý để thực hiện mua bán và sáp nhập

Thách thức đến từ hệ thống luật. Hoạt động M&A vẫn còn đang được quy định rải rác ở các luật, văn bản pháp luật khác nhau, những quy định một cách chung chung, chưa có hệ thống chi tiết. Điều này không những làm cho các bên

tham gia hoạt động M&A gặp khó khăn trong việc thực hiện mà còn làm cho các cơ quan quản lý khó kiểm soát các hoạt động M&A.

Hiện nay, luật DN là văn bản pháp lý duy nhất điều chỉnh cả loại hình DN trong nước và các DN có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam khi thực hiện hoạt động M&A.

Nhưng thực tế, các quy trình thực hiện hoạt động M&A lại để hở khoảng trống khi các quy định hiện nay trong luật DN chỉ mang tính sơ lược và chưa có được những quy trình cụ thể để thực hiện tiến trình này. Đây là một trong những nguyên nhân khiến tỷ lệ thành công trong hoạt động M&A của các DN không cao. Nhiều DN lựa chọn những đường đi khác nhau, như trở thành đối tác chiến lược, một hình thức thâm tóm theo chiều chéo thay vì chính thức bắt tay vào quy trình để thực hiện hoạt động M&A. Trong khi đó, các DN tư vấn cũng thừa nhận rằng, hoạt động M&A còn rất mới không chỉ với các DN, mà còn khá xa lạ với các nhà tư vấn, các nhà hoạch định chính sách của Việt Nam.

Luật Đầu tư (có hiệu lực từ ngày 01/7/2006) có trước khi Việt Nam gia nhập WTO (11/01/2007) nên vẫn còn sự khác biệt giữa luật và cam kết, như phân định việc mua cổ phần là đầu tư trực tiếp hay gián tiếp. Hiện vẫn chưa có hướng dẫn nào về việc mua lại một DN bị thua lỗ hoặc DN trong nước khi mua cổ phần của DN nước ngoài phải cần các thủ tục, điều kiện như thế nào do quy định về việc đầu tư ra nước ngoài chưa cụ thể.

Luật Đầu tư đã quy định hình thức hoạt động M&A, nhưng chưa có hướng dẫn cụ thể. Quyết định 36/2003/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ban hành ngày 11/3/2003 trước đây quy định tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài là 30%, trong khi Nghị định 139/2007/NĐ-CP của Chính phủ ban hành ngày 05/9/2007 hướng dẫn luật DN không hạn chế việc mua (điều 10), thì luật Chứng khoán năm 2006 lại giới hạn 49%.

Tại Việt Nam, hiện vẫn chưa có cơ chế kiểm soát hoạt động M&A phù hợp với thực tiễn phát triển. Việc kiểm soát các hình thức hoạt động M&A mới dừng ở mức giám sát thông qua luật Cạnh tranh và luật Chứng khoán và cũng mới dừng ở

vấn đề giao dịch nội bộ, giao dịch của cổ đông lớn. Luật cạnh tranh đã sử dụng “ngưỡng thị phần” làm cơ sở phân loại nhóm tập trung kinh tế và làm tiêu chí để xác định khả năng gây hại của các trường hợp tập trung kinh tế. Tuy nhiên, ở khía cạnh quản lý cạnh tranh, hiện chưa có một quy định nào về “ngưỡng thị phần” buộc các DN, DN khi tiến hành hoạt động M&A phải thông báo cho cục Quản lý cạnh tranh. Sau khi ra đời, Luật cạnh tranh quy định rõ, các DN khi thực hiện các hoạt động M&A mà thị phần kết hợp trên thị trường liên quan chiếm từ 30 – 50% có nghĩa vụ phải thông báo với cơ quan cạnh tranh, nhưng DN chưa hề quan tâm đến việc này, có thể DN chưa xác định được “ngưỡng thị phần” kết hợp của mình chưa đến 30% hoặc họ chưa quan tâm đến Luật cạnh tranh và không nghĩ rằng luật này sẽ điều chỉnh các hành vi đó.

b) Thách thức đến từ bên mua, bên bán và bên trung gian

Thực tế có nhiều DN muốn mua và cũng có không ít DN muốn bán nhưng phần nhiều trong số họ không có những hiểu biết cơ bản về nghiệp vụ trong hoạt động M&A, cũng như không biết được sau hoạt động M&A sẽ như thế nào. Họ không thể tự mình tìm kiếm đối tác phù hợp.

Hơn thế nữa, các DN có tâm lý không chịu cởi mở, bên bán thường e ngại cung cấp thông tin. Điều này một phần cũng do sự phát triển của các cầu nối, chấp mối cho bên mua và bên bán lại với nhau chưa mạnh về cả số lượng lẫn chất lượng.

Bên cạnh đó, thông tin cung cấp cho các nhà đầu tư chưa thật sự chính xác và rõ ràng cũng hạn chế phần nào đến việc xây dựng và tiến hành hoạt động M&A của các DN. Do trong quá trình thẩm định giá trị và hồ sơ pháp lý của DN nhưng thông tin cung cấp của đối tác chưa được minh bạch rõ ràng nên sẽ dẫn đến việc “lừa” nhau về mặt giá trị, vì vậy rủi ro pháp lý có thể xảy ra.

Thách thức đến từ bên trung gian. Hiện nay có khá nhiều các DN chứng khoán, tư vấn tài chính, kiểm toán tham gia vào làm trung gian, môi giới cho các bên trong hoạt động M&A. Tuy nhiên do có những hạn chế về hệ thống luật, nhân sự, tính chuyên nghiệp, cơ sở dữ liệu, thông tin, ... nên các đơn vị này chưa thể trở thành trung gian thiết lập một “thị trường” để các bên mua - bán gặp nhau.

Mặc dù hoạt động M&A là xu hướng tất yếu trong quá trình phát triển nhưng nếu không giải quyết các thách thức trên thì chúng sẽ bị hạn chế, thậm chí là kéo lùi sự phát triển của hoạt động này trong ngắn hạn.

c) Nguồn nhân lực trong lĩnh vực hoạt động mua bán và sáp nhập

Nguồn nhân lực của thị trường M&A còn thiếu, ngoài ra các DN thực hiện hoạt động này phải chịu sự cạnh tranh với rất nhiều các DN hoạt động trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, chứng khoán, ...nên chất lượng nhân sự trong ngành này, nhất là nhân sự chất lượng cao còn yếu, thiếu và chưa đủ để đáp ứng được nhu cầu thị trường. Đây cũng là hệ quả tất yếu do hoạt động M&A còn khá non trẻ tại Việt Nam nên việc đào tạo nhân sự trong ngành này còn khá mới, phần lớn là từ nguồn nhân lực trong các lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán chuyển qua.

d) Rào cản về văn hóa

Thách thức lớn nhất có thể cản trở tham vọng tham gia vào hoạt động M&A của các doanh nghiệp trên thế giới là các yếu tố xung đột hoặc không tương thích về văn hóa giữa các vùng lãnh thổ và đặc biệt là sự thay đổi bất ngờ của chính sách điều hành kinh tế vĩ mô ở các nước. Khi hai doanh nghiệp ở hai môi trường, vùng lãnh thổ, quốc gia có những nét văn hóa, thói quen xử sự và giao tiếp khác nhau về cùng sống dưới một mái nhà, phải nói cùng một ngôn ngữ, hướng tới cùng một giá trị là điều rất phức tạp và cần thời gian để hòa hợp. Sự hòa hợp văn hóa gần đây đã trở thành yếu tố nguồn nhân lực phức tạp và quan trọng trong hoạt động M&A.

Việc tránh xung đột về văn hóa là một trong những quan tâm hàng đầu của các nhà lãnh đạo doanh nghiệp. Do đó, trước khi tiến hành hoạt động M&A, việc nghiên cứu kỹ về văn hóa của doanh nghiệp trước khi có kế hoạch thu tóm hay hợp nhất là một điều vô cùng quan trọng mà cần thiết nếu không hiệu quả sẽ không đạt kết quả như mong đợi.

2.2.1.4 Xu hướng hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam trong thời gian tới [18]

Việt Nam được xem như là một nền kinh tế hội tụ được các yếu tố hấp dẫn đối với thị trường mua bán, sáp nhập, như: tốc độ tăng trưởng nhanh, ổn định, nhu

cầu nội tại của thị trường, vị thế trong các tổ chức quốc tế ngày càng nâng cao, những tín hiệu lạc quan của các nhà đầu tư, cùng với môi trường pháp lý trong lĩnh vực mua bán, sáp nhập đang dần được hoàn thiện.

Hoạt động mua bán và sáp nhập DN tại Việt Nam trong thời gian tới sẽ diễn ra theo những xu hướng sau:

✚ *Hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp mang những đặc điểm riêng trong thời kỳ kinh tế khó khăn*

Hoạt động M&A tại Việt Nam trong những năm tới có thể gặp nhiều khó khăn do cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, tuy nhiên trong thách thức vẫn có cơ hội giành cho các DN biết tận dụng. Khó khăn kinh tế là thử thách với DN này nhưng lại là cơ hội đối với DN khác. Những DN khi lâm vào cảnh túng quẫn buộc phải bán tháo có thể sẽ trở thành đối tượng dễ mua. Bên bán và bên mua đều tỏ ra ít khắt khe hơn và vì vậy các cuộc thương thảo mang lại kết quả nhiều hơn. Dưới sức ép về khả năng tài chính, hiệu quả kinh doanh nên có thể sẽ thúc đẩy hoạt động mua bán, sáp nhập diễn ra nhanh chóng. Tuy nhiên, điều này cũng dễ dẫn đến nhiều rủi ro hơn trong quá trình thẩm định, đàm phán và hoàn tất thủ tục sáp nhập. Chính vì thế, các bên nên thuê các công ty tư vấn, công ty luật chuyên nghiệp để được tư vấn giảm bớt rủi ro. Một đặc điểm khác là trong giai đoạn kinh tế khó khăn, hoạt động sáp nhập, hợp nhất và mua lại DN sẽ bị can thiệp chặt chẽ hơn của các chủ nợ và các cơ quan quản lý nhà nước.

✚ *Các giao dịch trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng vẫn chiếm số lượng lớn*


Các ngân hàng và công ty chứng khoán đang đứng trước một áp lực cải cách rất lớn để nâng cao năng lực hệ thống và đảm bảo phát triển bền vững. Bên cạnh đó, thị trường tài chính hiện đang có những điều kiện chín muồi cho hoạt động sáp nhập, hợp nhất và mua lại trong thời gian tới.

Thứ nhất, thị trường đang tồn tại nhiều ngân hàng quy mô nhỏ, hoạt động cầm chừng; còn các CTCK (đặc biệt là công ty mới thành lập) trước sức ép cạnh tranh, cùng tình hình TTCK suy giảm cũng khiến họ gặp nhiều khó khăn. Hoạt


động trong một môi trường có mức độ cạnh tranh cao, tất yếu sẽ dẫn đến việc một số ngân hàng phải bán lại cho nhà đầu tư nước ngoài hoặc sáp nhập với nhau nhằm tạo chỗ đứng vững chắc. Hơn nữa, áp lực của hội nhập thị trường quốc tế càng khiến nhu cầu củng cố vị thế cạnh tranh của các ngân hàng và CTCK trở nên bức thiết.

Thứ hai, một số ngân hàng nhỏ đã tập trung gia tăng tín dụng quá mức trong các năm trước vượt quá khả năng huy động vốn và phải lệ thuộc vào nguồn vốn trên thị trường trên ngân hàng. Trong điều kiện chính sách tiền tệ thắt chặt, nguồn vốn huy động khó khăn, tình thanh khoản suy giảm mạnh đe dọa đến sự an toàn của hệ thống. Ngân hàng nhà nước sẽ phải xem xét cho phép các ngân hàng có tiềm lực lớn hơn mua tại các ngân hàng này, tránh nguy cơ đổ vỡ dây chuyền. Về mặt pháp lý, đến ngày 31/12/2008 vốn điều lệ tối thiểu của các ngân hàng thương mại cổ phần phải đạt 1000 tỷ đồng và đến ngày 31/12/2010 là 3,000 tỷ đồng. Thị trường khó khăn, giá cổ phiếu ngân hàng giảm, việc huy động thêm vốn chắc chắn sẽ gặp khó khăn hơn. Điều này khiến các ngân hàng nhỏ tìm kiếm cơ hội sáp nhập để gấp rút tăng vốn điều lệ tối thiểu theo quy định. Hiện nay, Việt Nam chưa cho phép thành lập CTCK 100% vốn nước ngoài theo cam kết WTO, đến 01/01/2012 các tổ chức nước ngoài mới được thành lập CTCK 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam. Có khả năng các tổ chức nước ngoài sẽ mua 49% cổ phần và kèm theo những thỏa thuận để mua nhiều hơn, thậm chí 100% khi luật cho phép. Xét cho cùng, mua lại cổ phần 49% thì cũng gần như nắm quyền quyết định trong công ty, lại ít tốn kém rất nhiều so với xin cấp phép và thành lập công ty mới.


Mặt khác, các tổ chức nước ngoài trước khi có thể thành lập được ngân hàng con hay CTCK tại Việt Nam vẫn sẽ tích cực sử dụng mua bán, sáp nhập như một giải pháp xâm nhập thị trường. Đây cũng là điều kiện tốt để nâng cao năng lực kinh doanh của ngân hàng trong nước khi có được kinh nghiệm, công nghệ từ phía ngân hàng nước ngoài.

 *Ngày càng có nhiều công ty nước ngoài thâm nhập vào thị trường Việt Nam thông qua hoạt động mua bán, sáp nhập*

Nguồn vốn đầu tư nước ngoài hiện nay đang dần có xu hướng chuyển dịch vào những lĩnh vực và ngành nghề có khả năng tạo được nhiều lợi thế cạnh tranh tại các thị trường của các quốc gia đang chuyển đổi thông qua hình thức sáp nhập hợp nhất, mua lại các DN bản địa. Lợi ích đầu tiên khiến các nhà đầu tư nước ngoài hứng thú khi tiến hành hoạt động mua bán, sáp nhập tại Việt Nam là họ có thể tiếp cận thị trường một cách nhanh nhất thông qua việc hưởng lợi từ các giá trị có sẵn của công ty bị mua, bị sáp nhập, đồng thời là một cách thức hiệu quả để bước vào thị trường, tiết kiệm cho họ thời gian tìm kiếm dự án hay các thủ tục hành chính. Thay vì phải trải qua các bước chuẩn bị, họ cần dành thời gian để tìm kiếm đối tác. Hơn thế nữa, sáp nhập, hợp nhất và mua lại là một hình thức tập trung kinh tế, tập trung nguồn lực sẽ làm tăng giá trị của DN mới ở Việt Nam bằng thương hiệu, uy tín, chất lượng, công nghệ, kỹ năng, kinh nghiệm, quản trị, từ đó tạo ra sự cạnh tranh mạnh mẽ. Bên cạnh đó bản thân các DN trong nước cũng được hưởng lợi từ hoạt động này. Việc mời các nhà đầu tư bên ngoài mua lại cổ phần dù ít hay nhiều được xem như là một chiến lược mang tính sống còn đối với các DN đang gặp khó khăn giúp phục hồi công việc kinh doanh đang bên bờ vực phải đóng cửa hay phá sản.

 *Các công ty tư vấn môi giới chuyên nghiệp ngày càng đóng vai trò quan trọng hơn trong việc kết nối các giao dịch*

Tâm điểm của hoạt động mua bán, sáp nhập và hợp nhất DN chính là các công ty tư vấn chuyên nghiệp về lĩnh vực này. Họ vừa đóng vai trò người môi giới, vừa làm tư vấn cho các bên trong thương vụ sáp nhập, mua bán. Các thể chế tài chính ngân hàng của Mỹ như Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley đều có những công ty tư vấn hàng đầu về mua bán, sáp nhập trên phạm vi toàn thế giới. Muốn phát triển thị trường sáp nhập, hợp nhất, mua bán tại Việt Nam, các cơ quan quản lý nhà nước và DN cần phải nhắm vào việc tăng cường năng lực và mở rộng hoạt động của các công ty tư vấn tài chính và đầu tư trong nước cũng như nước ngoài đang hoạt động tại thị trường Việt Nam.

 *Vai trò của các quỹ đầu tư nhà nước, quỹ đầu tư tư nhân, quỹ đầu tư bảo hiểm rủi ro sẽ gia tăng*

Quỹ đầu tư là một định chế tài chính trung gian phi ngân hàng thu hút tiền nhàn rỗi từ các nguồn khác nhau để đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ hoặc các loại tài sản khác. Hình thức đầu tư có thể là đầu tư trực tiếp vào một công ty thông qua hợp đồng, hùn vốn, mua cổ phần phát hành lần đầu hoặc đầu tư gián tiếp thông qua thị trường chứng khoán.

Các quỹ đầu tư góp phần vào sự phát triển của thị trường tài chính, đồng thời do sở hữu một số cổ phiếu công ty nên sẽ tham gia vào quản lý DN. Đặc biệt, hoạt động của các quỹ đầu tư có tác dụng tạo một kênh vốn hữu hiệu cho các DN nhỏ và vừa tận dụng, tránh bị phụ thuộc hoàn toàn vào kênh vốn tín dụng của ngân hàng với các thủ tục chặt chẽ.

Hiện nay, sự tham gia của các quỹ đầu tư trên thị trường Việt Nam còn hạn chế, đặc biệt với hình thức Quỹ đầu tư bảo hiểm rủi ro (Hedge Fund) vốn chỉ dành cho những nhà đầu tư lớn. Tuy nhiên, trong tương lai với mức độ hấp dẫn về đầu tư, nhu cầu về vốn lớn và nếu pháp luật cho phép thực hiện đa dạng các công cụ tài chính hơn thì các loại quỹ này sẽ tăng cường sự hiện diện của mình.

Mặt khác, cũng cần xem xét đến khả năng các quỹ đầu tư rất dễ thâm tóm DN vì họ có tiềm lực tài chính rất mạnh. Nếu không kiểm soát chặt chẽ có thể dẫn đến một số ngành, kể cả những ngành quan trọng sẽ bị các quỹ đầu tư nước ngoài thâm tóm.

M&A đang trở thành xu thế tất yếu của một nền kinh tế phát triển và ngày càng phổ biến tại Việt Nam. Đây được xem như là một hình thức đầu tư, một kênh tham gia thị trường và là một trong những giải pháp để tái cấu trúc, nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong đó công tác định giá doanh nghiệp sẽ đóng vai trò rất quan trọng góp phần tạo nên sự thành công của các thương vụ M&A. Với những ưu điểm vượt trội thì mô hình APV sẽ là sự lựa chọn của nhiều doanh nghiệp trong công tác định giá các hoạt động mua bán và sáp nhập.

2.2.2 Đánh giá thực trạng định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập tại Việt Nam

Thực trạng định giá doanh nghiệp trong giao dịch M&A ở Việt Nam có những kết quả và hạn chế sau:

2.2.2.1 Những kết quả đạt được trong định giá doanh nghiệp M&A tại Việt Nam

Quy trình thực hiện định giá mang tính logic và khoa học cao, thực hiện tương đối hợp lý. Những người phụ trách công tác định giá đều là những nhân viên giàu kinh nghiệm, được đào tạo hoàn thiện về phân tích định giá doanh nghiệp.

Báo cáo phân tích khá bao quát, tổng hợp được tình hình của doanh nghiệp, phục vụ tốt yêu cầu nhà đầu tư quan tâm vào doanh nghiệp.

Sử dụng kết hợp đồng thời nhiều phương pháp định giá, điều này đưa ra một giá trị tham chiếu tốt hơn cho nhà đầu tư, không bị hạn chế của một phương pháp làm ảnh hưởng đến thái độ đối với doanh nghiệp, kết quả thu được khách quan hơn ủng hộ cho quyết định của nhà đầu tư.

Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng có cơ sở pháp lý quan trọng là Nghị định 109 của Chính phủ.

2.2.2.2 Những hạn chế, tồn tại trong định giá doanh nghiệp M&A tại Việt Nam

Tuy những thông tin thu thập được là khá đầy đủ nhưng những phân tích định giá về năng lực quản trị của doanh nghiệp còn thiếu. Trong giao dịch M&A, năng lực quản trị của công ty mục tiêu rất được coi trọng vì nó ảnh hưởng tới dòng tiền tương lai của doanh nghiệp, hơn nữa, sau M&A thì bộ máy quản lý của công ty hoàn toàn có thể bị thay đổi, việc thay đổi này có cần thiết hay không, có mang lại lợi nhuận hay không phụ thuộc vào mảng định giá này.

Trong quá trình xác định yếu tố đầu vào cho quá trình định giá, có một vài giá trị còn mang nặng tính chủ quan, chưa có cơ sở khoa học chính xác cho số đông. Ví dụ, xác định giá trị β trong mô hình CAPM, chưa có tổ chức nào ở Việt Nam chính thức nghiên cứu và đưa ra giá trị β tin cậy của các doanh nghiệp trong nước, các giá

trị được sử dụng trong tính toán thường là các giá trị ước tính của các công ty chứng khoán đưa ra mang tính chất tham khảo nội bộ.

Phương án xác định giá trị cộng hưởng và giá trị quyền kiểm soát của doanh nghiệp cũng ít được nhà đầu tư chú ý đúng mức, đây là một thiếu sót đáng kể vì hai giá trị này là những bộ phận rất quan trọng của doanh nghiệp mục tiêu trong định giá các thương vụ M&A. Tuy vậy, giao dịch M&A nhằm mục tiêu tận dụng giá trị cộng hưởng và giá trị kiểm soát ở Việt Nam cũng xuất hiện chưa nhiều, chủ yếu các thương vụ đều là thương vụ mua lại doanh nghiệp đang bị định giá thấp nên việc định giá giá trị cộng hưởng không quá quan trọng.

Chưa có quy định chuẩn để xác định giá trị tài sản vô hình, điều này gây ra sự thua thiệt của các doanh nghiệp mục tiêu khi thực hiện M&A. Đặc biệt là trong trường hợp công ty mục tiêu là công ty trong nước còn công ty thu tóm là các tập đoàn đa quốc gia.

Các chuẩn mực kế toán của Việt Nam đang có sự khác biệt với chuẩn mực kế toán quốc tế, điều này gây trở ngại cho các doanh nghiệp trong việc xử lý các khoản mục tài chính trong các báo cáo tài chính, làm cho công tác định giá diễn ra khó khăn hơn khi có yếu tố nước ngoài.

Phương pháp định giá chiết khấu luồng tiền bằng cách sử dụng mô hình APV chưa được sử dụng nhiều trong khi mô hình này có những ưu điểm vượt trội phù hợp với định giá trong giao dịch M&A.

2.2.3 Vận dụng mô hình định giá doanh nghiệp APV trong hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A) doanh nghiệp tại Việt Nam

Trong mô hình APV, tác giả bắt đầu xem xét giá trị của doanh nghiệp mục tiêu trước khi sử dụng đòn bẩy tài chính là nợ trong cấu trúc vốn. Khi thêm nợ vào cấu trúc vốn của doanh nghiệp, ta sẽ xem xét lợi ích và chi phí sử dụng nợ này sẽ ảnh hưởng thế nào đến giá trị doanh nghiệp.

Thông qua ứng dụng mô hình APV trong phân tích hoạt động mua bán và sáp nhập của 3 DN thuộc 3 ngành chiếm tỷ trọng lớn trong tổng số thương vụ M&A

tại Việt nam trong những năm qua, tác giả sẽ cho thấy tính khả thi và hợp lý của việc vận dụng mô hình này trong định giá DN khi thực hiện M&A.

2.2.3.1 Ngành bất động sản [2]

Trong ngành bất động sản, tác giả lựa chọn doanh nghiệp mẫu là Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông, giấy phép thành lập năm 2006, với dự án đang phát triển là khách sạn Phương Đông, tổng diện tích 3.700m², tọa lạc tại vị trí trung tâm của thành phố Nha Trang, Khánh Hòa.

Khách sạn Phương Đông dự kiến sẽ hoàn thành và đưa vào kinh doanh vào đầu năm 2008, là khách sạn tiêu chuẩn năm sao với 30 tầng cung cấp dịch vụ giải trí, khách sạn, nhà hàng, trung tâm hội nghị... Công ty Vietnam Holdings Ltd là công ty nước ngoài thành lập tại Anh muốn mua lại 30% cổ phần của Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông và tham gia vào dự án khách sạn Phương Đông. Công ty Vietnam Holdings Ltd tiến hành đánh giá giá trị của Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông bằng cách dùng phương pháp hiện giá điều chỉnh.

Dưới đây là một số thông số tài chính của Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông do Công ty Vietnam Holdings Ltd thu thập, giả định và tính toán. Số liệu tính toán và các giả định xuất phát từ số liệu kế hoạch của Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông; số liệu thu thập được từ các công ty có hoạt động kinh doanh tương tự và số liệu khu vực nên mang tính tham khảo và chỉ phục vụ cho việc tính toán mô hình.

- Giấy phép hoạt động : 40 năm
- Giá trị thị trường hiện tại : 300,000,000,000 đồng
- Số cổ phần phát hành : 30,000,000 cổ phần
- Nợ vay : 70,000,000,000 đồng, thời hạn vay 10 năm, lãi vay : 16%/ năm
- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp : 25%

🚩 Ứng dụng mô hình APV trong định giá Công ty địa ốc Phương Đông

Bước 1: Dự kiến dòng tiền tự do (FCF) và tầm chắn thuế (TS) cho những năm hoạt động của doanh nghiệp mục tiêu sau khi Sáp nhập.

Vào năm 2010 EBIT của Công ty địa ốc Phương Đông là 60,000,000,000 đồng, dự kiến năm 2011 tăng trưởng 16.67% lên 70,000,000,000 đồng và các năm tiếp theo tăng trưởng trung bình 5,000,000,000 đồng/năm cho đến năm 2015 đạt ổn định 95,000,000,000 đồng/năm. Bắt đầu từ năm 2019 trở đi Công ty có mức tăng trưởng ổn định $g = 5\%/năm$.

Bước 2: Tính toán chi phí sử dụng vốn không có đòn cân nợ r_{su}

r_{sl} : tỷ suất sinh lợi mong đợi của doanh nghiệp, công thức tính r_{sl} như sau

- Rủi ro hệ thống của doanh nghiệp $\beta: 1.54$

<http://div.gov.vn/Default.aspx?tabid=214&News=2141&CategoryID=11>

- Tỷ suất sinh lợi phi rủi ro r_f : 8.9% (lãi suất tín phiếu Kho bạc Nhà nước)

- Tỷ suất sinh lợi thị trường r_m : 17.2%

- Tỷ suất sinh lợi mong muốn của DN: $R_{sl} = r_f + \beta*(r_m - r_f) = 21.68\%$

w_s : tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn, $w_s = 230,000,000,000/300,000,000,000 = 76,67\%$

w_d : tỷ trọng nợ vay dài hạn trong cấu trúc vốn = $70,000,000,000/300,000,000,000 = 23.33\%$. r_d : chi phí sử dụng nợ vay = $16\%/năm$.

Như vậy $r_{su} = w_s \times r_{sl} + w_d \times r_d = 76.67\% \times 21.68\% + 23.33\% \times 16\% = 20\%$

Bước 3: tính toán chi phí sử dụng vốn bình quân WACC của doanh nghiệp khi doanh nghiệp đã có cấu trúc vốn ổn định.

Do Công ty dự kiến sau 10 năm, khi trả hết nợ sẽ không vay nợ và hoạt động bằng 100% vốn, cho nên WACC cũng chính là $r_{sl} = 21.68\%$

Bước 4: Đánh giá giá trị hiện tại của dòng tiền và tầm chắn thuế. Dòng tiền của dự án khi cấu trúc vốn không ổn định sẽ được chiết khấu tại suất chiết khấu r_{su} , và dòng tiền của dự án ở giai đoạn cấu trúc vốn ổn định sẽ được chiết khấu tại WACC. Giá trị hoạt động của doanh nghiệp, V_O là tổng của hai giá trị này. Theo phần mềm tính toán thì $V_O = 308,502,014,947$ đồng, tương đương giá trị mỗi Cổ phiếu là 10,283 đồng/cổ phiếu.

Bước 5: Xác định giá chào mua bằng cách so sánh giá trị V_O và giá trị thị trường của doanh nghiệp tại thời điểm định giá.

Mức chênh lệch: $308,502,014,947 - 300,000,000,000 = 8,502,014,947$ đồng chính là lợi nhuận kết hợp có thể thu được từ hoạt động sáp nhập.

Giá trị của Công ty Địa ốc Phương Đông là 10,000 đồng/cổ phiếu, nếu DN được mua với giá cao hơn mức 10,000 đồng/cổ phiếu thì cổ đông của DN sẽ được lợi, ngược lại thì M&A sẽ gây thiệt hại cho họ. Do đó, nếu Công ty Địa ốc Phương Đông biết được mức giá tối đa đối tác có thể trả là 10,283 đồng/cổ phiếu thì họ sẽ cố gắng thương lượng để có được giá chào mua càng gần bằng 10,283 đồng/ cổ phiếu càng tốt. Còn đối với Công ty Vietnam Holdings Ltd: 10,283 đồng/cổ phiếu là mức giá tối đa có thể trả để mua lại Công ty Địa ốc Phương Đông. Nếu Công ty Vietnam Holdings Ltd chào mua với mức giá cao hơn mức giá này thì cổ đông của Công ty Địa ốc Phương Đông sẽ được lợi. Do đó, Công ty Vietnam Holdings Ltd sẽ đưa ra mức giá chào mua càng gần bằng mức giá hiện tại của Công ty Địa ốc Phương Đông trên thị trường là 10,000 đồng/ cổ phiếu càng tốt.

Như vậy, có thể nói mức giá Công ty Địa ốc Phương Đông đưa ra là hợp lý với mức giá được định dựa trên mô hình APV. Và Công ty Vietnam Holdings Ltd sẽ căn cứ vào các mục tiêu khác để có thể đưa ra mức giá chào mua hợp lý hơn.

2.2.3.2 Ngành công nghiệp [3]

Trong ngành công nghiệp, tác giả chọn doanh nghiệp mẫu là Công ty cổ phần Chế biến Thực phẩm Kinh đô Miền Bắc (NKD).

Vào ngày 08/12/2010 SGDCK Tp.HCM thông báo về việc NKD hủy niêm yết và tiến hành thực hiện việc chuyển đổi NKD thành cổ phiếu Công ty Cổ phần Kinh đô (KDC) với tỷ lệ 1.1:1 (Cổ đông sở hữu 1,1 NKD thì được chuyển thành 01 KDC. Ngày đăng ký cuối cùng là 17/12/2010. Vào ngày 17/12/2010 thị giá của KDC là 50,500 đồng/cổ phiếu. Nếu thực hiện theo tỷ lệ hoán đổi 1,1 NKD thành 01 KDC thì giá trị chuyển đổi của NKD sẽ tương ứng là 45,909 đồng/cổ phiếu. NKD có Vốn điều lệ là 151,242,130,000 đồng, tương đương 15,124,213 cổ phần. Như vậy tổng giá trị thị trường của NKD tương đương: 694,338,869,545 đồng.

🚩 Ứng dụng mô hình APV trong định giá NKD

Bước 1: Dự kiến dòng tiền tự do (FCF_t) và tầm chắn thuế (TS) cho những năm hoạt động của doanh nghiệp mục tiêu sau khi Sáp nhập. Vào năm 2010 EBIT của NKD là 99.684.346.841 đồng, dự kiến theo phương án chắc chắn sau khi M&A thì EBIT của NKD giữ nguyên và bắt đầu từ năm 2019 trở đi Công ty có mức tăng trưởng ổn định $g = 5\%/năm$.

Bước 2: Tính toán chi phí sử dụng vốn không có đòn cân nợ r_{su}

r_{sl} : tỷ suất sinh lợi mong đợi của doanh nghiệp, công thức tính r_{sl} như sau

- Rủi ro hệ thống của doanh nghiệp $\beta: 1.08$

<http://div.gov.vn/Default.aspx?tabid=214&News=2141&CategoryID=11>

- Tỷ suất sinh lợi phi rủi ro r_f : 8.9% (lãi suất tín phiếu Kho bạc Nhà nước)

- Tỷ suất sinh lợi thị trường r_m : 17.2%

- Tỷ suất sinh lợi mong muốn của DN: $R_{sl} = r_f + \beta*(r_m - r_f) = 17.86\%$

Bước 3: tính toán chi phí sử dụng vốn bình quân WACC của doanh nghiệp khi doanh nghiệp đã có cấu trúc vốn ổn định.

Do Công ty dự kiến sau khi trả hết nợ sẽ không vay nợ và hoạt động bằng 100% vốn, cho nên WACC cũng chính là $r_{sl} = 17.86\%$

Bước 4: Đánh giá giá trị hiện tại của dòng tiền và tầm chắn thuế. Dòng tiền của dự án khi cấu trúc vốn không ổn định sẽ được chiết khấu tại suất chiết khấu r_{su} , và dòng tiền của dự án ở giai đoạn cấu trúc vốn ổn định sẽ được chiết khấu tại WACC. Giá trị hoạt động của doanh nghiệp, V_O là tổng của hai giá trị này. Theo phần mềm tính toán thì $V_O = 752,756,082,382$ đồng, tương đương giá trị mỗi Cổ phiếu là 49,772 đồng/cổ phiếu.

Bước 5: Xác định giá chào mua bằng cách so sánh giá trị V_O và giá trị thị trường của doanh nghiệp tại thời điểm định giá.

Mức chênh lệch: $752,756,082,382 - 694,338,869,545 = 58,417,212,836$ đồng, chính là lợi nhuận kết hợp có thể thu được từ hoạt động sáp nhập.

Giá trị của NKD là 45,909 đồng/cổ phiếu, đây là mức giá để chuyển đổi NKD thành KDC, nếu theo phương pháp APV thì giá trị của mỗi Cổ phiếu NKD là

49,772 đồng/cổ phiếu, tương đương cao hơn 8.4% so với giá thực hiện M&A. Như vậy có thể nói cổ đông của KDC được lợi khi M&A với NKD, còn cổ đông của NKD thì ngược lại.

Như vậy, có thể nói mức giá NKD khi thực hiện M&A là thấp hơn với mức giá thực hiện M&A là 8.4%, tuy nhiên có thể NKD và KDC xem xét thêm các yếu tố khác khi đưa ra mức định giá này và cũng có thể do các cổ đông lớn của NKD và KDC là một cho nên quá trình thẩm định giá để thực hiện M&A được dễ dàng hơn.

2.2.3.3 Ngành tài chính ngân hàng [4]

Trong ngành tài chính ngân hàng, tác giả chọn DN mẫu là Công ty Cổ phần Chứng khoán Đà Nẵng (DNSC), giấy phép thành lập năm 2006.

Vào giai đoạn năm 2011 DNSC có chào mời một số đối tác vào thực hiện việc M&A, và có DN A là Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Gia muốn mua lại DNSC, DNSC có đưa ra mức giá tối thiểu có thể thương lượng là 10,000 đồng/cổ phiếu, tương đương thị giá của DNSC là 50,000,000,000 đồng. Để đảm bảo mức giá của DNSC đưa ra có phù hợp hay không, Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Gia đã tiến hành đánh giá giá trị của DNSC bằng cách dùng phương pháp hiện giá điều chỉnh (APV).

Dưới đây là một số thông số tài chính của DNSC do Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Gia (Sau này gọi là DN A) thu thập dựa trên Báo cáo tài chính kiểm toán, báo cáo thường niên của DNSC.

Số liệu tính toán và các giả định xuất phát từ số liệu kế hoạch của DN DNSC; Số liệu thu thập được từ các DN có hoạt động kinh doanh tương tự và số liệu khu vực nên mang tính tham khảo và chi phục vụ cho việc tính toán mô hình.

- Giấy phép hoạt động : doanh nghiệp cổ phần hoạt động vĩnh viễn;
- Vốn điều lệ : 50,000,000,000 đồng
- Số cổ phần phát hành : 5,000,000 cổ phần
- Nợ vay : 29,120,000,000 đồng; DNSC dự kiến vào năm 2011 sẽ vay 29,120,000,000 đồng; thời hạn 09 năm;
- Lãi vay : 18%/ năm

- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp : 25%

- Phần mềm tính toán: phần mềm excel APV Valuation do Harvard Business School phát triển năm 1999;

Ứng dụng mô hình APV trong định giá DNSC

Với những dữ liệu như trên tác giả bắt đầu các bước áp dụng mô hình APV trong phân tích dòng tiền của DNSC.

Bước 1: Dự kiến dòng tiền tự do (FCF_t) và tầm chắn thuế (TS_t) cho những năm hoạt động của doanh nghiệp mục tiêu sau khi Sáp nhập.

- Năm 2010 theo Báo cáo kiểm toán LNST của DNSC là: 2,064,871,709 đồng, đạt 75% so với kế hoạch;

- Theo Báo cáo thường niên năm 2010 của DNSC, kế hoạch 2011, Lợi nhuận trước thuế là 10,300,000,000 triệu đồng; trong đó đã trừ chi phí lãi vay của 29,120,000,000 đồng, với lãi suất 18% tương đương: 5,241,600,000 đồng, như vậy Lợi nhuận trước thuế và lãi vay là: 5,058,400,000 đồng;

- Với quan điểm của chủ đầu tư là tỷ suất ROE sau 02 năm kể từ khi thu mua phải đạt ít nhất bằng với R_m , như vậy kể từ 2012, nếu như doanh nghiệp A thu mua thành công DNSC thì tối thiểu ROE hàng năm phải đạt được ngang bằng R_m , từ đó doanh nghiệp A tính toán được lợi nhuận của DNSC trong các năm tiếp theo;

- Giá định sau khi tất toán khoản vay, DNSC sẽ tăng trưởng đều với tốc độ không đổi $g = 5\%$;

Bước 2: Tính toán chi phí sử dụng vốn không có đòn cân nợ r_{su}

r_{sl} : tỷ suất sinh lợi mong đợi của doanh nghiệp, công thức tính r_{sl} như sau

- Rủi ro hệ thống của doanh nghiệp (β): 1.87 (nguồn lấy từ trung bình cộng của HPC và BVS, SSI, KLS theo tài liệu <http://div.gov.vn/Default.aspx?tabid=214&News=2141&CategoryID=11>)

- Tỷ suất sinh lợi phi rủi ro R_f : 8.9% (R_f xem như là lợi suất TPCP (Bond yield) loại 2 năm (loại này active hơn loại có kỳ hạn dài hơn – ở VN) (tính bình quân hàng năm từ năm 2001)

- Tỷ suất sinh lợi thị trường R_m : 17.2 % (nếu sử dụng VNIndex như là danh mục thị trường và R_m là lợi nhuận bình quân của danh mục này thì R_m khoảng 17,2%/năm (tính từ tháng 1/2001 – 3/2010);

- Tỷ suất sinh lợi mong muốn của DN: $R_{sl} = r_f + \beta*(r_m - r_f) = 24.42\%$

w_s : tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn, $w_s = 50,000,000,000/79,120,000,000 = 63.20\%$

w_d : tỷ trọng nợ vay dài hạn trong cấu trúc vốn = $29,120,000,000/79,120,000,000 = 36.80\%$. r_d : chi phí sử dụng nợ vay = 18%/năm. Như vậy $r_{su} = w_s \times r_{sl} + w_d \times r_d = 63.20\% \times 24.42\% + 36.80\% \times 18\% = 22\%$

Bước 3: tính toán chi phí sử dụng vốn bình quân WACC của doanh nghiệp khi doanh nghiệp đã có cấu trúc vốn ổn định.

Do Công ty dự kiến sau 09 năm, khi trả hết nợ sẽ không vay nợ và hoạt động bằng 100% vốn, cho nên WACC cũng chính là $r_{sl} = 24.42\%$

Bước 4: Đánh giá giá trị hiện tại của dòng tiền và tầm chắn thuế. Dòng tiền của dự án khi cấu trúc vốn không ổn định sẽ được chiết khấu tại suất chiết khấu r_{su} , và dòng tiền của dự án ở giai đoạn cấu trúc vốn ổn định sẽ được chiết khấu tại WACC. Giá trị hoạt động của doanh nghiệp, V_O là tổng của hai giá trị này. Theo phần mềm tính toán thì $V_O = 49,442,975,436$ đồng, tương đương giá trị mỗi Cổ phiếu là 9,889 đồng/cổ phiếu.

Bước 5: Xác định giá chào mua bằng cách so sánh giá trị V_O và giá trị thị trường của doanh nghiệp tại thời điểm định giá.

Mức chênh lệch: $49,442,975,436 - 50,000,000,000 = (557,024,564)$ đồng chính là lợi nhuận kết hợp có thể thu được từ hoạt động Sáp nhập.

Giá trị của DNSC là 9,889 đồng/cổ phiếu, nếu DN được mua với giá cao hơn mức này thì cổ đông của DNSC sẽ được lợi, ngược lại thì M&A sẽ gây thiệt hại cho họ. Và do giá DNSC đưa ra là 10,000 đồng/cổ phiếu là cao hơn mức giá được định theo phương pháp APV.

Như vậy, có thể nói mức giá DNSC đưa ra là không hợp lý với mức giá được định dựa trên mô hình APV. Và Công ty cổ phần chứng khoán Phú Gia sẽ căn cứ vào các mục tiêu khác để có thể đưa ra mức giá chào mua hợp lý hơn.

Thông qua việc vận dụng mô hình định giá APV trong hoạt động mua bán và sáp nhập của 3 doanh nghiệp mẫu cho thấy mô hình định giá APV sẽ là cơ sở cho việc thỏa thuận giao dịch M&A. Đây là căn cứ quan trọng, tác động rất lớn đến sự thành công của các thương vụ M&A.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Hoạt động M&A tuy đã xuất hiện trên thế giới gần 120 năm qua, nhưng tại Việt Nam chỉ được hình thành trong năm 2000, bắt đầu phát triển từ giai đoạn 2005 - 2006. Tuy đến sau trong nghiệp vụ tài chính này về thời gian hội nhập nhưng Việt Nam được dự báo sẽ phát triển mạnh lĩnh vực này trong thời gian. Tuy nhiên, hoạt động M&A tại Việt Nam hiện nay vẫn chưa phát triển như đúng với tiềm năng vốn có của nó do những hỗ trợ cần thiết về hệ thống văn bản pháp lý cho nghiệp vụ này còn hạn chế, thông tin giữa các bên khi tham gia hoạt động M&A chưa được công khai, minh bạch nên các bên khi tìm đến với nhau để đàm phán thương lượng vẫn còn tâm lý e ngại. Bên cạnh đó, phương pháp định giá giá trị trong hoạt động M&A khi áp dụng tại Việt Nam vẫn còn gặp một số hạn chế do một số điều kiện khách quan và chủ quan. Mô hình định giá APV xuất phát trên cơ sở đánh giá dòng tiền dự án và chiết khấu dòng tiền này ở chi phí vốn. Việc áp dụng mô hình này đặc biệt lý tưởng trong trường hợp doanh nghiệp có cấu trúc vốn thay đổi trong giai đoạn tiền Sáp nhập, việc ứng dụng mô hình APV vào việc xác định giá trị doanh nghiệp mục tiêu và đưa ra trả lời cho câu hỏi doanh nghiệp thu mua phải trả bao nhiêu, và doanh nghiệp mục tiêu muốn bán với giá bao nhiêu. Tuy nhiên bên cạnh những ưu điểm có được mô hình định giá APV vẫn còn những hạn chế cần khắc phục. Đây sẽ là cơ sở để tác giả đưa ra các những giải pháp cần thực hiện để ứng dụng mô hình này vào hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam, góp phần gia tăng sự thành công cho các thương vụ M&A.

CHƯƠNG 3: CÁC GIẢI PHÁP CẦN THỰC HIỆN ĐỂ VẬN DỤNG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP APV TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP (M&A) DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM

3.1 ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN HOẠT ĐỘNG MUA LẠI VÀ SÁP NHẬP TRONG THỜI GIAN TỚI

Việt Nam được đánh giá là một nền kinh tế trẻ, có tốc độ tăng trưởng cao, hội tụ được các yếu tố hấp dẫn cho hoạt động mua bán và sáp nhập, dự kiến có tới 35%-50% số DN của Việt Nam trong vòng 6-10 năm tới có thể sáp nhập hoặc bị sáp nhập với các đối tác. Trong những năm tới, hoạt động M&A sẽ phát triển mạnh mẽ và tác động sâu sắc tới cách thức kinh doanh, góp phần quan trọng trong việc tái cấu trúc nền kinh tế của Việt Nam.

Tuy nhiên, do còn nhiều hạn chế nên hoạt động mua bán và sáp nhập chưa thực sự phát triển và ảnh hưởng tích cực đến nền kinh tế Việt Nam. Cần thiết phải có một số giải pháp để hoạt động này được phát triển một cách tốt nhất.

3.2 MỘT SỐ GIẢI PHÁP CẦN THỰC HIỆN ĐỂ VẬN DỤNG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ APV TRONG HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM

3.2.1 Giải pháp hỗ trợ cho mô hình APV

3.2.1.1 Khắc phục nhược điểm của mô hình định giá APV

Trong mô hình APV không có đề cập đến chi phí phá sản, tuy nhiên trong mô hình APV, giá trị của một DN có sử dụng đòn bẩy đạt được bằng cách cộng ảnh hưởng thuần của nợ vay vào giá trị của DN không sử dụng đòn bẩy. Trong mô hình chi phí vốn, ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính được thể hiện trong chi phí vốn với lợi ích từ việc giảm thuế được thể hiện trong chi phí nợ vay sau thuế và chi phí phá sản được thể hiện trong chi số beta có sử dụng đòn bẩy và trong chi phí nợ vay trước thuế. Với mô hình APV, chi phí phá sản được xem xét một cách gián tiếp, APV sẽ

mang lại một kết quả đánh giá tương đối tùy thuộc vào mức độ chi phí phá sản không thể hiện hay thể hiện một cách không đầy đủ trong chi phí nợ vay trước thuế.

Để khắc phục nhược điểm của mô hình APV ta xem xét ảnh hưởng của nợ vay lên giá trị của DN ở cả hai mặt là tầm chắn thuế được hưởng và chi phí phá sản. Giá trị của DN có nợ vay được đánh giá ở mức độ khác nhau của nợ vay, mức nợ vay này làm tối đa hóa giá trị DN là tỷ lệ nợ tối ưu.

Thông thường tỷ suất thuế sẽ không thay đổi khi tỷ lệ nợ gia tăng. Tuy nhiên, chúng ta điều chỉnh tỷ lệ thuế suất để phản ánh mức lỗ tiềm năng khi chi phí lãi vay vượt quá lợi nhuận trước thuế và lãi vay EBIT. Ở một khoảng giới hạn tỷ lệ nợ vay nào đó thì chi phí lãi vay vẫn thấp hơn EBIT và được khấu trừ hoàn toàn với mức thuế suất cho trước. Vượt qua giới hạn này của tỷ lệ nợ vay thì chi phí lãi vay sẽ vượt quá EBIT. Lúc này, tỷ lệ tương quan giữa chi phí lãi vay và tầm chắn thuế cũng thay đổi.

Do cơ sở dữ liệu tại Việt Nam không có bảng đánh giá để xếp loại khả năng phá sản của doanh nghiệp mà chỉ có bảng tiêu chuẩn xếp hạng trái phiếu của doanh nghiệp nên khi thực hiện đánh giá khả năng phá sản, học viên sẽ sử dụng bảng đánh giá trái phiếu theo ngành nghề để có cơ sở tính toán.

Ta có **Chi phí phá sản mong đợi = Khả năng phá sản x chi phí phá sản**. Chi phí phá sản được xác định dựa trên tỷ lệ phá sản và giá trị hiện tại của DN

Chi phí phá sản thường được chia làm 2 loại: trực tiếp và gián tiếp. Chi phí trực tiếp liên quan đến các chi phí về thủ tục giải quyết phá sản: phí luật sư, toà án.v.v.. Chi phí này rất tốn kém. Chi phí gián tiếp: các nhà cung cấp ngưng cấp hàng, nhân viên không còn tâm trí để làm việc cho một công ty đang trên bờ vực phá sản....Thông thường Chi phí phá sản không có công thức cụ thể tính toán và thường được ước tính dựa trên tỷ lệ phần trăm của tài sản DN.

Giá trị DN = Giá trị DN định theo APV - Chi phí phá sản mong đợi.

Như vậy, ta sẽ tính được giá trị tối ưu của DN tại tỷ lệ nợ vay nào đó. Từ đó ta có thể áp dụng mô hình APV để đánh giá doanh nghiệp tại tỷ lệ nợ vay tối ưu và mức chi phí phá sản mong đợi.

Ví dụ cụ thể về việc đưa Chi phí phá sản vào mô hình APV như sau:
Dưới đây là tiêu chuẩn xếp hạng trái phiếu của ngành bất động sản du lịch dịch vụ:

Bảng 3.1: Tiêu chuẩn xếp hạng trái phiếu của ngành bất động sản, du lịch dịch vụ

<i>TT</i>	<i>Tỷ lệ nợ Xếp hạng</i>	<i>Trái phiếu</i>	<i>Khả năng phá sản</i>
1	0%	AA	0.28%
2	10%	AA	0.28%
3	20%	A-	1.50%
4	30%	BB	12.00%
5	40%	CCC	50.00%
6	50%	CCC	50.00%
7	60%	CC	65.00%
8	70%	C	80.00%
9	80%	C	80.00%
10	90%	C	80.00%

Giả sử chi phí phá sản của Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông chiếm 20% giá trị của Công ty. Tức là chi phí phá sản = 20%*370,000,000,000 = 74,000,000,000 đồng.

Tỷ lệ nợ vay của Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông là 23% nằm giữa mức A- và BB nên Học viên sẽ đánh giá chi phí phá sản mong đợi theo hai mức tỷ lệ vay 20% và 30% rồi từ đó đưa ra chi phí phá sản của Công ty tại mức nợ vay 23% và đưa ra giá trị doanh nghiệp tại APV điều chỉnh này như sau:

Bảng 3.2 : Bảng tính chi phí phá sản mong đợi của CTCP địa ốc Phương Đông

<i>TT</i>	<i>Chi phí phá sản</i>	<i>Trái phiếu</i>	<i>Tỷ lệ nợ vay</i>	<i>Khả năng phá sản</i>	<i>Chi phí phá sản mong đợi</i>
1	74,000,000,000	A-	20%	1.5%	1,110,000,000
2	74,000,000,000		23%		3,774,000,000
3	74,000,000,000	BB	30%	12%	8,880,000,000

Định giá theo Phương pháp APV của Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông thì giá trị DN là 308,502,014,947 đồng với tỷ lệ nợ vay là 23%. Với chi phí phá sản mong đợi tại mức nợ vay 23% là 3,774,000,000 đồng thì APV điều chỉnh của Công ty Cổ phần Địa ốc Phương Đông là 308,502,014,947 đồng – 3,774,000,000 đồng = 304,728,014,947 đồng.

Như vậy, khi đưa Chi phí phá sản vào thì giá trị của DN sau khi điều chỉnh sẽ tương đối hợp lý hơn và từ đó giá trị của DN khi định giá sẽ chính xác hơn.

3.2.1.2 Đưa giá trị cộng hưởng và giá trị kiểm soát vào định giá doanh nghiệp

Hiện nay, ở Việt Nam, định giá trong giao dịch mua bán và sáp nhập doanh nghiệp hầu như còn rất ít xem xét đến giá trị cộng hưởng và giá trị kiểm soát. Đây là hai trong số ba bộ phận tạo nên giá trị doanh nghiệp trong giao dịch M&A, hai giá trị này tạo nên sự khác biệt của giá trị doanh nghiệp khi thực hiện mua bán sáp nhập với khi thực hiện thanh lý doanh nghiệp. Một giao dịch M&A có thể sẽ thất bại nếu như việc xác định các giá trị này không chính xác. Vì vậy khi vận dụng mô hình APV trong hoạt động mua bán và sáp nhập cũng cần phải xem xét đưa hai yếu tố vào định giá doanh nghiệp.

Xác định giá trị cộng hưởng và giá trị kiểm soát đang có nhiều sự tranh cãi. Có người nghiên cứu cho rằng, hai loại giá trị này chỉ là những nhân tố định tính, không thể định lượng chính xác được. Tuy nhiên, như đã phân tích ở phần trên, khi có sự chênh lệch giữa giá trị doanh nghiệp sau M&A và giá trị nguyên trạng của doanh nghiệp và công nhận sự tồn tại của giá trị kiểm soát cũng như giá trị cộng hưởng, thì phần chênh lệch đó là giá trị định lượng của hai bộ phận giá trị này. Phương pháp tốt nhất để định lượng hai giá trị này là phương pháp chiết khấu dòng tiền dự báo, dòng tiền trong tương lai thu được nhờ có quá trình giao dịch M&A tạo ra chênh lệch với dòng tiền khi không có M&A chính là giá trị của bộ phận chúng ta đang cần tìm.

Điều lưu ý ở đây là, giá trị cộng hưởng và giá trị kiểm soát thường không xuất hiện ngay sau khi tiến hành sáp nhập mà có độ trễ so với thời gian hoàn thành giao dịch. Chính điều này dễ gây nhầm lẫn trong việc định giá của các thương vụ

tiến hành. Khó khăn nhất là việc xác định thời điểm xuất hiện hai bộ phận giá trị này trong tổng giá trị của doanh nghiệp, thông thường là sau sáp nhập từ 2-3 năm. Thời điểm này thì bộ máy quản trị mới và các chính sách quản trị cũng đã đi vào hoạt động có hiệu quả, việc dung hòa quyền lợi cũng như hoạt động của hai doanh nghiệp trước sáp nhập cũng đã thực hiện gần như hoàn toàn. Tuy nhiên, thời điểm cụ thể còn tùy thuộc nhiều vào quy mô thương vụ, lĩnh vực ngành nghề thực hiện giao dịch và mức độ hiệu quả trong hoạt động của doanh nghiệp sau M&A.

3.2.1.3 Khắc phục hạn chế của các vấn đề kế toán

a) Hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam

Mô hình định giá APV sử dụng dữ liệu đầu vào là các báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Vì vậy chuẩn mực kế toán được sử dụng cho các báo cáo tài chính này sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả định giá doanh nghiệp.

Hiện nay, hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam đang có nhiều sự khác biệt với chuẩn mực kế toán quốc tế, điều này gây ảnh hưởng tới các doanh nghiệp trong việc tiếp cận với các doanh nghiệp, tổ chức kinh tế nước ngoài. Khi tiến hành thực hiện M&A có yếu tố nước ngoài, doanh nghiệp Việt Nam dễ gặp khó khăn trong thương lượng và xử lý các khoản mục tài chính, việc định giá cũng gặp nhiều cản trở.

Chính vì vậy việc hoàn thiện hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam là điều tất yếu và phù hợp với xu hướng hội nhập với các chuẩn mực kế toán quốc tế.

b) Tài sản vô hình

Hiện nay, tài sản vô hình là giá trị góp phần rất lớn trong giá trị của doanh nghiệp nhưng việc ghi nhận giá trị tài sản vô hình đang dừng lại ở giá gốc, điều này gây thua thiệt cho các doanh nghiệp trong nước khi thương lượng giá cả trong các thương vụ M&A. Mô hình giá gốc có ưu điểm đối với công tác kế toán là đơn giản, dễ áp dụng nhưng Mô hình giá trị hợp lý phản ánh chính xác hơn giá trị thị trường của tài sản tại thời điểm định giá. Việc phức tạp trong áp dụng mô hình giá trị hợp lý, cũng như khó khăn trong việc thiết lập một thị trường định giá theo tiêu chuẩn quốc tế được thực hiện hằng ngày như ở các nước phát triển Anh, Mỹ khiến cho mô

hình áp dụng ở Việt Nam vẫn chỉ đang dừng lại ở mô hình giá gốc. Đối với các doanh nghiệp, giá trị tài sản cố định vô hình quyết định khá nhiều vị thế của chính doanh nghiệp đủ tròn thương trường. Đối với các giao dịch M&A, giá trị tài sản vô hình còn là một yếu tố quyết định sự thay đổi giá cả mua bán. Khi một doanh nghiệp nước ngoài gia nhập thị trường Việt Nam, điều đầu tiên họ muốn khi thực hiện mua bán sáp nhập là tận dụng thị phần có sẵn của doanh nghiệp đối tác. Trong các giao dịch mang tính chất này thì giá trị vô hình của doanh nghiệp là một lợi thế cho doanh nghiệp trong nước khi đàm phán.

c) Thông tin kinh tế vĩ mô và thông tin ngành

Các thông tin tài chính của các ngành nghề và các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô chưa được xử lý đồng bộ và thống nhất trong quá trình định giá. Nguyên nhân là do chưa có tổ chức nào hoạt động trên thị trường Việt Nam nghiên cứu về những vấn đề đó. Các giá trị như tốc độ tăng trưởng của ngành, tốc độ tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn trước hoặc tốc độ tăng trưởng dự báo, lãi suất phi rủi ro, hệ số β ... Các công ty chứng khoán ở Việt Nam đưa ra những giá trị này theo các phương pháp không đồng nhất, mỗi công ty đưa ra một giá trị khác nhau nên những giá trị này chỉ mang tính chất tham khảo phù hợp với những mục đích nghiên cứu riêng, không có tính chất công bố thông tin chung.

3.2.2 Các giải pháp hỗ trợ công tác định giá doanh nghiệp

3.2.2.1 Giải pháp đối với các doanh nghiệp liên quan đến hoạt động mua bán và sáp nhập

Hiện tỷ lệ thành công giao dịch mua bán doanh nghiệp còn thấp bởi cả bên bán và bên mua đều không nắm rõ các bước phải thực hiện trong quy trình Mua bán doanh nghiệp. Bên bán không biết phải bán như thế nào, bán cho ai và khi nào. Còn bên mua luôn có tâm lý sợ mắc phải sai lầm trong quyết định mua. Nhưng nguyên nhân chính là do không có các nhà tư vấn, môi giới chuyên sâu trong lĩnh vực Mua bán và sáp nhập doanh nghiệp.

Mỗi một hình thức M&A đều có những quy định riêng của pháp luật điều chỉnh. Vì vậy, trước khi thực hiện bất cứ một hoạt động M&A nào, nhà đầu tư cần

tim hiểu kỹ các quy định của pháp luật để xác định mục đích đầu tư có đạt được hay không và cần phải thực hiện đầu tư như thế nào để pháp luật bảo vệ tốt nhất quyền và lợi ích của mình.

Nhiều doanh nghiệp do chưa có sự chuẩn bị trước khi thực hiện mua hoặc bán đã làm kéo dài thời gian mua hoặc bán nên đã bỏ qua những cơ hội có thể mua giá tốt, thâm nhập thị trường nhanh hoặc không bán được doanh nghiệp dẫn tới phá sản.

a) Đối với các doanh nghiệp cần bán

Về phía doanh nghiệp, cần hiểu rõ hơn việc các chuyên gia định giá có thể đem lại điều gì cho sự thành công của doanh nghiệp trong hiện tại và tương lai. Lãnh đạo doanh nghiệp cần hiểu rõ hoạt động kinh doanh trong tương lai và đầu tư vị trí của doanh nghiệp mình trong bối cảnh cạnh tranh của thị trường.

Để bán được doanh nghiệp và bán được với giá tốt nhất, doanh nghiệp phải thực hiện khá nhiều công việc. Trong đó, điều quan trọng nhất là doanh nghiệp phải chào bán cho đúng đối tác và làm cho đối tác thấy được khả năng tốt nhất của doanh nghiệp. Để hỗ trợ công tác định giá doanh nghiệp cần bán phải chinh đốn lại các khâu còn yếu để có thể bán được với giá tốt nhất có thể được. Doanh nghiệp cần chú ý:

Báo cáo tài chính của doanh nghiệp: báo cáo tài chính là tài liệu mà bất kỳ nhà đầu tư nào cũng sẽ quan tâm nếu họ muốn mua cổ phần trong doanh nghiệp. Để báo cáo tài chính có ý nghĩa, hãy mời một doanh nghiệp kiểm toán có uy tín kiểm toán báo cáo tài chính của doanh nghiệp bạn trong 2-3 năm gần nhất. Đối với một nhà đầu tư chuyên nghiệp, báo cáo tài chính đã kiểm toán và được xác nhận có nghĩa là số liệu bạn cung cấp cho họ là đáng tin cậy và có thể dùng được.

Điều chỉnh ngay những khâu còn yếu kém trong doanh nghiệp: là những người có nhiều kinh nghiệm làm việc với các nhà đầu tư chiến lược, các doanh nghiệp tư vấn sẽ có thể giúp bạn xác định những cơ hội cải tiến để làm sạch doanh nghiệp. Khi làm việc này, doanh nghiệp cần xác định đối tác tiềm năng sẽ đánh giá cao điều gì ở một doanh nghiệp như doanh nghiệp của mình? Cần lưu ý rằng việc

điều chỉnh những khâu còn yếu kém này không phải là để tìm cách lừa phỉnh đối tác tiềm năng, mà chỉ là cố gắng để cho họ thấy được hình ảnh tốt nhất của doanh nghiệp.

Chuẩn bị một kế hoạch kinh doanh tốt cho 3-5 năm sắp tới: là nhà đầu tư chiến lược, chắc chắn rằng các đối tác tiềm năng sẽ rất quan tâm đến kế hoạch sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong vòng 3-5 năm sắp tới. Một kế hoạch kinh doanh tốt không chỉ quá chú trọng đến các số liệu tài chính mà còn phải phân tích chi tiết yếu tố khác như các nguồn lực con người (ai sẽ thực hiện kế hoạch kinh doanh đó, họ có đủ năng lực hay không), tài chính, công nghệ, nguyên liệu; tình hình thị trường hiện tại và triển vọng... Một kế hoạch kinh doanh thuyết phục sẽ giúp nâng cao giá trị doanh nghiệp của bạn một cách đáng kể.

Chuẩn bị sẵn sàng các hồ sơ, tài liệu có liên quan: khi đối tác tiềm năng đã xác nhận muốn đầu tư vào doanh nghiệp bạn, họ sẽ yêu cầu được xem rất nhiều các tài liệu liên quan đến doanh nghiệp. Do đó, bạn cũng cần chuẩn bị sẵn và sắp xếp các hồ sơ, tài liệu liên quan một cách ngăn nắp, khoa học để có thể truy cập trong thời gian ngắn nhất.

Nếu đã làm tốt các công tác chuẩn bị nêu trên, tiến độ của công tác định giá sẽ nhanh hơn và khả năng bán được cổ phần của bạn cho đối tác chiến lược với giá tốt sẽ cao hơn nhiều.

b) Đối với các doanh nghiệp cần mua bán và sáp nhập

Khi doanh nghiệp đã phát triển tới một mức độ nào đó thì khả năng tăng trưởng sẽ giảm lại, tự bản thân doanh nghiệp khó có thể đảm bảo tốc độ tăng trưởng như mong đợi được nữa. Đó là lúc phải nghĩ đến chuyện đi mua doanh nghiệp.

Mua bán là một công cụ chiến lược có hiệu năng mạnh mẽ, có thể được dùng để giúp công ty tăng trưởng và thậm chí là chuyển đổi. Tuy nhiên, mua bán cũng có thể là một hoạt động kinh doanh đầy mạo hiểm nếu như người mua không có chiến lược và kế hoạch mua bán rõ ràng.

Để hỗ trợ công tác định giá doanh nghiệp cần mua bán và sáp nhập phải xây dựng một cơ sở dữ liệu về các doanh nghiệp mục tiêu muốn mua. Mục tiêu của một cuộc tìm kiếm có hệ thống này là để tìm ra:

- Có công ty nào trên thị trường?

- Sự tương thích của các công ty này đối với tiêu chí mua bán của công ty mua bán đến mức nào?

- Ai sở hữu những công ty này (Các cổ đông độc lập, các giám đốc, các công ty mẹ)?

- Liệu có thể mua được các công ty đó không?

- Công ty mua bán có thể sử dụng cơ sở dữ liệu này như một công cụ đàm phán, bằng cách tạo cho chủ của công ty mà họ muốn mua một chút nghi ngờ rằng người mua này có rất nhiều lựa chọn, do đó chưa chắc trả giá cao. Cơ hội mua bán doanh nghiệp giá tốt rất cao.

c) Giải pháp đối với các Tổ chức tư vấn M&A

Nâng cao chất lượng nhân lực trong lĩnh vực mua bán và sáp nhập: Hoạt động M&A luôn cần những nhà môi giới, tư vấn chuyên nghiệp. Họ sống bằng cách làm xúc tác để nhu cầu M&A của các bên gặp nhau, do đó họ phải cung ứng các dịch vụ và hoàn toàn chịu trách nhiệm trước pháp luật về hoạt động môi giới, tư vấn cho một thương vụ M&A bất kỳ trên thị trường, hoạt động của họ được mua bảo hiểm để phòng ngừa các trường hợp rủi ro xảy ra do tư vấn của họ.

Hiện nay chất lượng của nguồn nhân lực tham gia vào thị trường này còn kém và chưa có kinh nghiệm nhiều. Nhiều đối tác nước ngoài đã phải mất rất nhiều thời gian để lựa chọn nhà tư vấn có năng lực ở Việt Nam.

Khuyến khích đầu tư nước ngoài vào các lĩnh vực tư vấn: Tầm quan trọng của các DN tư vấn trong hoạt động này là rất lớn để nâng cao tính chuyên nghiệp cũng như hiệu quả hoạt động cho các công ty tư vấn, đồng thời nối kết được với các nhà đầu tư trên toàn cầu. nó đóng vai trò quyết định cho sự thành công hay thất bại của một dự án Mua bán sáp nhập. Nếu không có sự tham gia của một DN tư vấn tốt có thể làm cho bên mua Mua bán với giá quá cao so với khoản tiền M&A hợp lý do

các hoạt động nâng giá đã được thực hiện mà không ai phát hiện ra hoặc bên bán phải bán DN với một giá quá thấp hoặc phải chịu những điều khoản thua thiệt.

3.2.2.2 Hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến hoạt động mua bán và sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam

Hệ thống pháp lý ở Việt Nam tuy đã được cải thiện nhiều nhưng vẫn còn nhiều hạn chế. Hiệu lực thực hiện các văn bản pháp lý ở Việt Nam chưa cao, nhất là trong lĩnh vực kinh tế thì các doanh nghiệp vẫn đang tìm mọi cách để “lách” luật.

Quá trình M&A kéo theo nguy cơ thâm tóm nhằm lũng đoạn thị trường, hiện nay Việt Nam vẫn chưa có luật riêng chống độc quyền như các nước phát triển khác

Ở Việt Nam hiện nay chưa có một văn bản pháp luật nào riêng có quy định về hoạt động M&A, các quy định về M&A đang nằm ở rải rác khá nhiều văn bản pháp luật khác nhau, điều này gây khó khăn cho việc áp dụng khi thực hiện. Các quy định của hoạt động này mang tính tổng quát và còn rất ngắn gọn, chưa có những quy định cụ thể về những vấn đề đặc thù của hoạt động M&A khiến quá trình thực hiện chưa có quy chuẩn rõ ràng, khó tiến hành một cách đồng bộ.

Khung pháp lý điều chỉnh công tác định giá chưa hoàn thiện, việc xác định các yếu tố đầu vào chưa chính xác và khoa học, chưa có tổ chức chịu trách nhiệm đưa ra những giá trị như lãi suất phi rủi ro, hệ số β ... chính xác chung cho công tác định giá của tất cả các doanh nghiệp áp dụng.

3.2.2.3 Xây dựng hệ thống thông tin giá cả thị trường

Một trong những yếu kém trong công tác định giá của nước ta hiện nay là thiếu thông tin. Để công tác định giá được tiến hành thuận lợi, luôn theo kịp với các tiến bộ về khoa học và thông tin trong nền kinh tế thị trường và thời đại thông tin bùng nổ cần phải đầu tư xây dựng và lắp đặt một hệ thống cơ sở dữ liệu phần cứng và phần mềm lưu giữ và cập nhật các thông tin về giá cả, các vụ giao dịch buôn bán và đầu giá tài sản từ hữu hình đến vô hình và máy móc thiết bị trong và ngoài nước...

3.2.2.4 Xây dựng kênh kiểm soát thông tin, đảm bảo thông tin công khai, minh bạch

Trong hoạt động M&A, thông tin về giá cả, thương hiệu, thị trường, thị phần, quản trị... là rất cần thiết cho cả bên mua, bên bán. Nếu thông tin không được kiểm soát minh bạch thì có thể gây nhiều thiệt hại cho cả bên mua, bên bán, đồng thời ảnh hưởng nhiều đến các thị trường khác như hàng hóa, chứng khoán, ngân hàng.

Cũng như các thị trường khác, thị trường M&A hoạt động có tính dây chuyền, nếu một vụ M&A lớn diễn ra không thành công hoặc có yếu tố lừa dối thì hậu quả cho nền kinh tế là rất lớn vì có thể cổ phiếu, trái phiếu, hoạt động kinh doanh, đầu tư... của doanh nghiệp đó nói riêng và các doanh nghiệp liên quan bị ảnh hưởng theo.

Quy định chặt chẽ trong việc công bố thông tin không những với các doanh nghiệp đã niêm yết mà còn với những doanh nghiệp chưa niêm yết (cổ phiếu OTC) để thông tin của các công ty được công khai, minh bạch.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong chương 3 này, trên cơ sở đánh giá thực trạng định giá doanh nghiệp trong hoạt động mua bán và sáp nhập tại Việt Nam cùng với thực tế của việc vận dụng mô hình định giá APV trong hoạt động M&A tại ba doanh nghiệp mẫu kết hợp định hướng phát triển hoạt động mua bán và sáp nhập trong thời gian tới, tác giả đã đưa ra các giải pháp để hỗ trợ cho mô hình APV nói riêng cũng như hỗ trợ công tác định giá nói chung. Những giải pháp này sẽ giúp cho việc đưa mô hình định giá APV vận dụng vào thực tế định giá doanh nghiệp mua bán và sáp nhập.

KẾT LUẬN CHUNG

Trong xu thế hội nhập kinh tế khu vực và thế giới, cùng với xu hướng cổ phần hóa đang phát triển mạnh mẽ, thị trường M&A doanh nghiệp tại Việt Nam đang có những bước khởi đầu tốt đẹp, tuy nhiên vẫn đang trong giai đoạn chập chững và cần nỗ lực từ phía doanh nghiệp lẫn nhà nước để định hướng thị trường. Việc nghiên cứu về mua bán sáp nhập và các mô hình định giá doanh nghiệp là điều cần thiết.

Đứng trước nhu cầu đó, tác giả đã nghiên cứu, tổng hợp và trình bày các khái niệm cơ bản về thị trường M&A doanh nghiệp trên thế giới cũng như tại Việt Nam; và đưa ra một mô hình áp dụng cho việc định giá doanh nghiệp mà có thể được ứng dụng trong quá trình M&A doanh nghiệp. Để đẩy mạnh hoạt động M&A trong thời gian tới, các doanh nghiệp Việt Nam cần trang bị kiến thức về M&A cũng như tiến hành định giá doanh nghiệp, vận dụng các lý thuyết quản trị tài chính hiện đại vào thực tiễn hoạt động, thay đổi công tác quản lý tài chính cho phù hợp với thông lệ quốc tế, minh bạch về thông tin và sổ sách; xây dựng chiến lược phát triển bền vững.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Bộ Tài chính (2010), *Tài liệu bồi dưỡng kiến thức nghiệp vụ thẩm định giá*, Tp. Hà Nội
- [2] Công ty chứng khoán Đà Nẵng (2010), *Báo cáo tài chính*, Tp. Đà Nẵng
- [3] Công ty cổ phần chế biến thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc (2010), *Báo cáo tài chính*, Tp. Hưng Yên
- [4] Công ty cổ phần địa ốc Phương Đông (2010) , *Báo cáo tài chính*, Tp. Khánh Hòa
- [5] Công ty cổ phần thẩm định giá Avalue Vietnam (2010), *Báo cáo M&A Vietnam 2009 & triển vọng 2010*, Tp. Hà Nội
- [6] Đoàn Văn Trường (2007), *Tuyển tập các phương pháp Thẩm định giá trị tài sản*, Nhà xuất bản Khoa học và Kỹ Thuật. Tp. Hà Nội
- [7] Trần Ngọc Thơ (2007), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản thống kê
- [8] PricewaterhouseCoopers (2009, 2010), *Báo cáo thường niên của PricewaterhouseCoopers*, Tp. Hồ Chí Minh
- [9] Quốc Hội Nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (03/12/2004) , *Luật cạnh tranh*
- [10] Quốc Hội Nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (29/11/2005), *Luật doanh nghiệp*
- [11] Quốc Hội Nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (Kỳ họp quốc hội thứ 9 khoá XI ngày 29/06/2006), *Luật chứng khoán Việt Nam*
- [12] Quốc Hội Nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (29/11/2005), *Luật đầu tư*
- [13] Pablo Fernández (2006), “ Levered and Unlevered Beta”, IESE Business School – University of Navarra

Website:

- [14] Báo điện tử của Luật Việt (20/02/2011),
<http://www.luatviet.org/Home/nghien-cuu-trao-doi/kinh-te-thuong-mai/2009/8719/Mua-ban-sap-nhap-doanh-nghiep-o-Viet-Nam-Nhin-tu-ben.aspx>
- [15] Báo điện tử của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam - VCCI (05/03/2011), “M&A ở Việt Nam: Không dễ!”,
<http://www.vcci.com.vn/dau-tu-tai-chinh/20111119100433855/ma-o-viet-nam-khong-de.htm>
- [16] Báo điện tử của Tạp chí tài chính (03/03/2011), “ Thu hút hoạt động M&A tại Việt Nam”,
<http://www.tapchitaichinh.vn/Qu%E1%BA%A3ntr%E1%BB%8Bn%E1%BB%99idung/ViewArticleDetail/tabid/56/Key/ViewArticleContent/ArticleId/8065/Default.aspx>
- [17] Báo điện tử của Viện Marketing và Quản Trị Việt Nam (20/02/2011), “ Khung pháp lý điều tiết M&A tại Việt Nam”,
<http://www.vmi.edu.vn/news/pid/81/search/page/2/id/31>
- [18] Báo Sài Gòn đầu tư (26/12/2011), “Xu hướng M&A thế giới và Việt Nam” , <http://www.saigondautu.com.vn/Pages/20120426/Xu-huong-M-A-the-gioi-va-Viet-Nam.aspx>
- [19] Trang thông tin M&A và kết nối đầu tư (05/03/2011) , “Những thuận lợi và khó khăn trong hoạt động M&A?”, <http://maf.vn/kien-thuc/hoi-dap/nhung-thuan-loi-va-kho-khan-trong-hoat-dong-ma.html>

PHỤ LỤC

Bảng PL.1: Kết quả định giá Công ty cổ phần địa ốc Phương Đông theo mô hình APV

			Adjusted Present Value Valuation										BASE CASH FLOW							
			HARVARD BUSINESS SCHOOL																	
Assumptions																				
Asset Beta	Hệ số beta	1.34																		
Exit Fee	Lãi suất phí rút ra	8.00%																		
Risk premium	Phần bù rủi ro	8.20%																		
Discount Rate	Tỷ lệ chiết khấu	21.00%																		
Long-Term Rate	Tỷ lệ (tăng trưởng) kỳ vọng (không đổi)	2.00%																		
Starting Debt	Vay nợ đầu kỳ	70,000,000,000																		
Debt Interest Rate	Lãi vay	16.00%																		
Tax Loss Carryforward	Lãi thuế được khấu trừ	-																		
	Vốn BN	300,000,000,000																		
Wd	Tỷ trọng vay dài hạn trong cấu trúc vốn	23%																		
Ws	Tỷ trọng VCSH trong cấu trúc vốn	77%																		
Rtc	Chi phí sử dụng vốn không có đòn bẩy	10%																		
Year			2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019							
Earnings Before Interest & Taxes	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)		90,000,000,000	74,000,000,000	64,000,000,000	51,000,000,000	36,000,000,000	20,000,000,000	15,000,000,000	11,000,000,000	8,000,000,000	6,000,000,000	4,500,000,000	3,500,000,000	2,750,000,000	2,125,000,000	1,675,000,000	1,250,000,000	937,500,000	712,500,000
Tax EBIT at rate of 25.00%	Chi phí thuế tại mức thuế suất		15,000,000,000	17,500,000,000	21,000,000,000	21,250,000,000	22,500,000,000	22,750,000,000	23,750,000,000	24,750,000,000	25,750,000,000	26,750,000,000	27,750,000,000	28,750,000,000	29,750,000,000	30,750,000,000	31,750,000,000	32,750,000,000	33,750,000,000	34,750,000,000
Profit After Tax	Lợi nhuận sau thuế		45,000,000,000	32,500,000,000	24,000,000,000	17,750,000,000	13,500,000,000	7,250,000,000	2,250,000,000	1,250,000,000	525,000,000	225,000,000	875,000,000	425,000,000	175,000,000	75,000,000	300,000,000	125,000,000	50,000,000	19,750,000

Year		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Depreciation	Chi phí khấu hao	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000
Change in Working Capital	Thay đổi vốn lưu động	3,000,000,000	3,000,000,000	3,000,000,000	3,000,000,000	3,000,000,000	3,000,000,000	3,000,000,000	3,000,000,000	3,000,000,000	3,000,000,000
Free Cash Flow (Net Cash Flow)	Đồng tiền tự do (Đồng tiền ròng)	40,000,000,000	47,000,000,000	51,000,000,000	58,750,000,000	62,500,000,000	68,250,000,000	69,250,000,000	68,250,000,000	66,250,000,000	64,250,000,000
Net Present Value of Cash Flows	Giá trị hiện tại của đồng tiền tự do	228,300,000,000									
Net Present Value of Perpetuity	Giá trị hiện tại của đồng tiền vĩnh viễn	75,200,079,021									
NPV Cash Flows + Perpetuity	Giá trị hiện tại tổng của đồng tiền	303,500,079,021									
Interest	Chi phí lãi vay	12,200,000,000	14,000,000,000	1,900,000,000	7,040,000,000	6,720,000,000	7,600,000,000	4,400,000,000	3,500,000,000	2,200,000,000	1,120,000,000
Tax after interest	Chi phí thuế sau khi trừ lãi vay	12,200,000,000	14,000,000,000	1,700,000,000	19,290,000,000	20,820,000,000	22,350,000,000	22,830,000,000	22,910,000,000	23,190,000,000	23,470,000,000
Profit after Tax and Interest	Lợi nhuận sau thuế và lãi vay	30,000,000,000	44,940,000,000	51,200,000,000	57,870,000,000	62,440,000,000	67,650,000,000	67,850,000,000	68,750,000,000	66,570,000,000	64,400,000,000
Free Cash Flow (Net Cash Flow) after interest	Đồng tiền tự do (Đồng tiền ròng) sau lãi vay	31,000,000,000	39,940,000,000	46,200,000,000	52,870,000,000	57,400,000,000	62,650,000,000	62,850,000,000	63,750,000,000	64,570,000,000	63,400,000,000
Ending Debt	Vay nợ cuối kỳ	62,000,000,000	64,000,000,000	49,000,000,000	42,900,000,000	35,000,000,000	28,000,000,000	21,000,000,000	14,000,000,000	7,000,000,000	0
Tax Shield Value	Giá trị tài sản thuế	2,000,000,000	2,320,000,000	2,240,000,000	1,900,000,000	1,800,000,000	1,400,000,000	1,220,000,000	800,000,000	500,000,000	200,000,000
Additional Tax Shield Discounted Value	Giá trị hiện tại của tài sản thuế bổ sung	9,000,000,000									
Tax Loss Carryforwards	Lỗi thuế được khấu trừ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax Loss Carryforward Discounted Value	Giá trị hiện tại của phần lỗi thuế được khấu trừ	0									
Adjusted Present Value	Giá trị hiện tại sau điều chỉnh	308,202,079,021									

Copyright © 1999 President and Fellows of Harvard College

Year		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Change in Working Capital	Thay đổi vốn lưu động	62,786,346,341	62,786,346,341	62,786,346,341	62,786,346,341	62,786,346,341	62,786,346,341	62,744,346,341	62,786,346,341	62,786,346,341	62,786,346,341
Free Cash Flow (Net Cash Flow)	Dòng tiền tự do (Dòng tiền ròng)	96,326,526,044	99,326,526,044	99,326,526,044	99,326,526,044	96,326,526,044	122,481,045,792	137,509,686,672	137,509,686,672	137,509,686,672	137,509,686,672
Net Present Value of Cash Flows	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	489,883,222,140									
Net Present Value of Perpetuity	Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	255,897,168,752									
NPV Cash Flows + Perpetuity	Giá trị hiện tại tổng của dòng tiền	745,780,390,892									
Interest	Chi phí lãi vay	18,842,324,038	14,919,967,298	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax after interest	Chi phí thuế sau khi trả lãi vay	24,921,086,710	21,032,144,818	24,921,086,710	24,921,086,710	24,921,086,710	28,921,086,710	24,921,086,710	24,921,086,710	24,921,086,710	24,921,086,710
Profit after Tax and Interest	Lợi nhuận sau thuế và lãi vay	86,722,936,892	69,117,034,403	74,761,269,131	74,761,269,131	74,761,269,131	74,761,269,131	74,761,269,131	74,761,269,131	74,761,269,131	74,761,269,131
Free Cash Flow (Net Cash Flow) after interest	Dòng tiền tự do (Dòng tiền ròng) sau lãi vay	81,286,202,086	93,726,348,348	99,326,526,044	99,326,526,044	96,326,526,044	122,481,045,792	137,509,686,672	137,509,686,672	137,509,686,672	137,509,686,672
Initial Debt	Vay nợ cuối kỳ	57,208,733,468	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax Shield Value	Giá trị li chuẩn thuế	0	3,889,740,888	0	0	0	0	0	0	0	0
Additional Tax Shield Discounted Value	Giá trị hiện tại của li chuẩn thuế	1,865,797,482									
Tax Loss Carryforwards	Lãi thuế được khấu trừ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax Loss Carryforward Discounted Value	Giá trị hiện tại của phần li thuế được khấu trừ	0									
Adjusted Present Value	Giá trị hiện tại sau điều chỉnh	752,756,882,382									

Copyright © 1999 President and Fellows of Harvard College

Year		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Depreciation	Chi phí khấu hao	1,231,659,539	1,231,659,539	645,774,274								
Change in Working Capital	Thay đổi vốn lưu động	2,463,262,639	2,599,857,462	5,539,659,913								
Free Cash Flow (Net Cash Flow)	Dòng tiền tự do (Dòng tiền ròng)	3,208,675,796	3,062,198,594	11,743,931,634	11,874,003,003	11,876,000,000	11,878,000,000	11,874,000,000	11,876,000,000	11,878,000,000	11,876,000,000	11,878,000,000
Net Present Value of Cash Flows	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	37,800,124,923										
Net Present Value of Perpetuity	Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	5,393,550,560										
NPV Cash Flows + Perpetuity	Giá trị hiện tại ròng của dòng tiền	43,193,675,483										
Interest	Chi phí lãi vay	0	4,595,400,000	6,349,000,000	3,781,000,000	5,203,200,000	2,629,000,000	2,613,400,000	1,456,000,000	875,000,000	210,200,000	
Tax after interest	Chi phí thuế sau khi trừ lãi vay	318,144,972	27,000,000	2,804,600,000	3,032,200,000	3,157,800,000	3,303,466,667	3,443,000,000	3,594,666,667	3,740,266,667	3,891,866,667	3,983,866,667
Profit after Tax and Interest	Lợi nhuận sau thuế và lãi vay	2,890,530,824	91,000,000	8,939,331,634	8,841,803,003	8,718,200,000	8,574,533,333	8,430,600,000	8,281,333,333	8,125,733,333	7,974,133,333	7,820,133,333
Free Cash Flow (Net Cash Flow) after interest	Dòng tiền tự do (Dòng tiền ròng) sau lãi vay	3,208,675,796	3,040,198,594	11,672,931,634	8,813,603,003	8,470,400,000	8,900,000,000	8,327,200,000	8,786,666,667	8,125,733,333	7,762,266,667	7,636,266,667
Ending Debt	Vay nợ cuối kỳ	0	27,776,600,000	14,287,670,462	5,261,870,462	(4,212,720,539)	(14,122,129,539)	(24,478,228,539)	(35,254,228,540)	(46,478,128,540)	(58,132,728,540)	(70,000,000,000)
Tax Shield Value	Giá trị li chuẩn thuế	0	3,237,600,000	3,082,000,000	946,400,000	800,000,000	670,200,000	599,000,000	504,000,000	416,400,000	328,000,000	240,000,000
Additional Tax Shield Discounted Value	Giá trị hiện tại của li chuẩn thuế	0	2,854,208,541									
Tax Loss Carryforwards	Lỗ thuế được khấu trừ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax Loss Carryforward Discounted Value	Giá trị hiện tại của phần lỗ thuế được khấu trừ	0	0									
Adjusted Present Value	Giá trị hiện tại sau điều chỉnh	46,047,875,624										

Copyright © 1999 President and Fellows of Harvard College

