

Phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh trong thẩm định giá trị doanh nghiệp

Hay Sinh

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - haysinh1212@yahoo.com

Nguyễn Kim Đức

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - ducnk.tdg@gmail.com

Ngày nhận:	21/01/2014	Tóm tắt Bài viết nhằm giới thiệu phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh (Adjusted Present Value – APV), đây là phương pháp được áp dụng phổ biến trên thế giới nhưng chưa được sử dụng phổ biến để thẩm định giá trị doanh nghiệp ở VN. APV cho thấy các thành phần của giá trị khi phân tích do có tách riêng tác động thuần của nợ vay để xem xét lợi ích của lá chắn thuế, chi phí phá sản, xác suất phá sản (Luehrman, 1997). Bài viết kết hợp phương pháp thống kê mô tả và kế thừa các mô hình nghiên cứu ước tính xác suất phá sản, chi phí phá sản để làm cơ sở đề xuất vận dụng phương pháp APV tại VN. Sử dụng báo cáo tài chính Công ty cổ phần Công nghiệp cao su miền Nam (Casumina) giai đoạn 2008-2013 để minh họa, kết quả cho thấy phương pháp APV hoàn toàn khả thi tại VN hiện nay.
Ngày nhận lại:	09/06/2014	
Ngày duyệt đăng:	16/06/2014	
Mã số:	0114-L-02	
Từ khóa: Thẩm định giá trị doanh nghiệp, phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh APV, chi phí phá sản, xác suất phá sản.	Abstract The paper introduces the method of Adjusted Present Value (APV method for short), an internationally used method that could be employed for evaluating companies in Vietnam. This method can show components of the corporate value by separating net effect of debt to examine benefits of tax shield, bankruptcy cost, and probability of bankruptcy (Luehrman, 1997). The paper employs descriptive statistics and models estimating probability of bankruptcy and bankruptcy cost as a basis for suggesting application of the APV method in Vietnam. Using financial statements of the Southern Rubber Industry Joint Stock Company (Casumina) in the years 2008-2013 as data for analysis, our research results show that the APV method is applicable to Vietnamese companies.	
Keywords: Business valuation, Adjusted Present Value method, bankruptcy cost, probability of bankruptcy		

1. GIỚI THIỆU

Khi doanh nghiệp tiến hành vay một khoản nợ, lợi ích đầu tiên doanh nghiệp nhận được là lá chắn thuế của lãi vay. Tuy nhiên, doanh nghiệp có đòn cân nợ cao sẽ tiềm ẩn rủi ro về nguy cơ phá sản nếu doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả. Trong thẩm định giá, lợi ích của lá chắn thuế được thể hiện trong chi phí nợ vay sau thuế, đồng thời nguy cơ vỡ nợ được thể hiện ở việc doanh nghiệp phải chịu một lãi suất đi vay cao hơn và có hệ số beta lớn hơn (Damodaran, 2002). Như vậy, cả lợi ích và cái giá phải trả khi đi vay đều được thể hiện trong chi phí vốn. Trong khi đó, xếp hạng tín dụng, xác suất phá sản, chi phí phá sản đều có ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp nhưng thông thường, các tham số này chưa được ước tính như một tham số độc lập mà thường được thể hiện trong tỉ suất chiết khấu. Phương pháp APV đã có cách tiếp cận mới hơn khi tách tác động biên của nợ vay và ước tính các chi tiêu này như một tham số độc lập.

Mặc dù phương pháp APV ngày càng trở nên phổ biến trên thế giới (Sabal, 2008), nhưng tại VN, các nghiên cứu chuyên sâu và ứng dụng phương pháp định giá này vẫn còn hạn chế. Tính đến nay, ngoài tiêu chuẩn thẩm định giá số 9 về phương pháp thu nhập[1] quy định ở mức độ tổng thể thì VN vẫn chưa có tiêu chuẩn vào đề cập đến các phương pháp thẩm định giá trị doanh nghiệp. Xét ở góc độ nghị định và thông tư, ngoài Nghị định 59/2011/NĐ-CP[2] và Thông tư 202/2011/TT-BTC[3] có đề cập đến phương pháp thẩm định giá trị doanh nghiệp thì lĩnh vực quan trọng này vẫn ít được nghiên cứu. Tuy nhiên, nghị định và thông tư chỉ áp dụng cho mục đích chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần và chỉ đưa ra phương pháp tài sản và phương pháp dòng tiền chiết khấu.

Mục tiêu của nghiên cứu nhằm hệ thống hóa các lí thuyết về phương pháp APV cũng như các mô hình ước tính các tham số tài chính trong phương pháp APV, đồng thời xem xét tính khả thi của phương pháp này thông qua việc vận dụng cho một doanh nghiệp cụ thể. Từ đó, làm cơ sở đề xuất các giải pháp để phương pháp APV ngày một phổ biến hơn tại VN.

2. KHUNG LÍ THUYẾT

Sabal (2008) đã nghiên cứu về cách tiếp cận dòng tiền chiết khấu theo quan điểm truyền thống và phương pháp APV. Kết quả nghiên cứu khẳng định phương pháp APV phù hợp hơn trong việc thẩm định giá trị doanh nghiệp nhỏ với tỉ lệ nợ không ổn định

tại các thị trường mới nổi hoặc có bất ổn về kinh tế hoặc có pháp luật về thuế phức tạp (do doanh nghiệp tận dụng việc sử dụng đòn bẩy tài chính để thu được lợi ích từ thuế).

Damodaran (2002), Brealey & Myers (2003), Koller & cộng sự (2005) nhận thấy phương pháp APV phù hợp với các công ty có đòn cân nợ cao hoặc có kế hoạch thay đổi cơ cấu vốn đáng kể. Ý tưởng của phương pháp APV bắt đầu với giá trị công ty không có nợ vay. Khi tính thêm nợ vay, tác động thuần của nợ vay lên giá trị sẽ được kiểm tra bằng cách xem xét cả lợi ích đạt được và cái giá phải trả khi đi vay. Theo đó, giá trị công ty theo phương pháp APV được xác định qua ba tham số: Giá trị công ty không đòn bẩy tài chính, giá trị lợi ích lá chắn thuế, và chi phí phá sản dự tính.

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = \text{Giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy tài chính} + \text{Lợi ích thuế từ việc đi vay} - \text{Giá trị hiện tại của chi phí phá sản dự tính.}$$

2.1. Ước tính giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy tài chính

Bước này giả định toàn bộ tài sản của doanh nghiệp được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu; khi đó, giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy tài chính được xác định bằng cách chiết khấu dòng tiền tự do kì vọng của công ty tại mức chi phí vốn cổ phần không đòn bẩy tài chính.

Các yếu tố đầu vào trong bước này là: (1) Dòng tiền kì vọng của công ty; (2) Tốc độ tăng trưởng; và (3) Chi phí vốn cổ phần không đòn bẩy tài chính.

(1) Dòng tiền kì vọng của công ty

Dòng tiền kì vọng của công ty (FCFF) là tổng các dòng tiền mặt của tất cả những người có quyền lợi trong công ty (Damodaran, 2002), đây là dòng tiền tạo ra cho toàn bộ những người có quyền được hưởng ngân lưu trong doanh nghiệp và là dòng tiền trước nợ.

(2) Tốc độ tăng trưởng

Tốc độ tăng trưởng của thu nhập hoạt động sẽ phụ thuộc vào tỉ lệ tái đầu tư của công ty (RIR) và suất sinh lợi trên vốn (ROC). RIR đo lường lượng vốn mà một công ty sẽ tái đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh của mình để tạo ra tăng trưởng trong tương lai (Damodaran, 2002). RIR được ước tính theo công thức:

$$\text{RIR} = \text{Mức tái đầu tư} / [\text{EBIT} * (1 - t)]$$

Với t : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

EBIT: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay

Tốc độ tăng trưởng thu nhập hoạt động được tính theo hai trường hợp (Damodaran, 2002):

Nếu ROC không đổi

$$g_{\text{EBIT kì vọng}} = \text{RIR} * \text{ROC}$$

Nếu ROC thay đổi

$$g_{\text{EBIT kì vọng}} = \text{ROC}_t * \text{RIR} + (\text{ROC}_t - \text{ROC}_{t-1}) / \text{ROC}_{t-1}$$

(3) *Chi phí vốn cổ phần không đòn bẩy tài chính*

Chi phí vốn cổ phần không đòn bẩy tài chính được xác định theo mô hình CAPM (Mô hình định giá tài sản vốn):

$$K_e = R_f + \beta * (\bar{R}_m - \bar{R}_f)$$

R_f : Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro

\bar{R}_f : Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro bình quân

\bar{R}_m : Tỷ suất lợi nhuận kì vọng bình quân của danh mục thị trường

β : Hệ số beta

Vì suất chiết khấu này được sử dụng để xác định giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy tài chính nên hệ số β là hệ số β không đòn bẩy. Hệ số này được ước tính như sau (Damodaran, 2002):

$$\beta_{\text{không đòn bẩy}} = \beta_{\text{hiện tại}} / [1 + (1 - t) * D/E]$$

2.2. Ước tính giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhận được từ việc đi vay một số tiền cụ thể

Bước này tính toán lợi ích thuế kì vọng từ một mức độ nợ cụ thể. Lợi ích thuế được xác định bằng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp nhân với khoản thanh toán lãi vay. Hiện giá dòng lợi ích thuế này chính là khoản tiết kiệm thuế nhận được từ khoản tiền đi vay theo chi phí nợ vay. Nếu chọn suất chiết khấu là chi phí nợ vay và giả định dòng lợi ích thuế từ khoản vay tồn tại vĩnh viễn thì (Damodaran, 2002):

$$\begin{aligned} \text{Giá trị hiện tại của lợi ích thuế} &= (\text{Nợ vay} * \text{Chi phí nợ vay} * t) / \text{Chi phí nợ vay} \\ &= \text{Nợ vay} * t \end{aligned}$$

2.3. Đánh giá tác động của việc vay tiền với xác suất phá sản và chi phí dự tính của việc phá sản

2.3.1. Xác suất phá sản

Xác suất phá sản là khả năng doanh nghiệp bị phá sản trong tương lai và thường được thể hiện bằng con số phần trăm (%). Có hai cách cơ bản để ước tính xác suất phá sản:

Cách 1: Sử dụng Mô hình Z'' điều chỉnh

Nếu như các chỉ số Z của Altman (1984) trước đây chỉ dừng lại ở việc cảnh báo dấu hiệu phá sản thì năm 1995, Altman & cộng sự (1995) đã tiến hành nghiên cứu trên 700 công ty và cho ra chỉ số Z'' điều chỉnh. Điểm nổi bật của chỉ số Z'' điều chỉnh có sự tương đồng khá cao với phân loại trái phiếu của S&P.

$$Z'' \text{ điều chỉnh} = Z'' + 3,25 = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4 + 3,25$$

X₁: Vốn luân chuyển/Tổng tài sản

X₂: Lợi nhuận giữ lại/Tổng tài sản

X₃: EBIT/Tổng tài sản

X₄: Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu/Tổng nợ phải trả

Điều này hàm ý các mô hình toán học có sự liên thông với phương pháp chuyên gia trong việc phân loại rủi ro tín dụng. Theo đó, nếu điểm số Z'' điều chỉnh càng nhỏ sẽ tương ứng với mức xếp hạng tín nhiệm của S&P càng thấp, chứng tỏ mức độ rủi ro càng lớn (Bảng 1).

Bảng 1. So sánh Z'' và phân loại của S&P

Z'' điều chỉnh	S&P	Z'' điều chỉnh	S&P
> 8,15	AAA	5,25 – 5,65	BB+
7,60 – 8,15	AA+	4,95 – 5,25	BB
7,30 – 7,60	AA	4,75 – 4,95	BB-
7,00 – 7,30	AA-	4,50 – 4,75	B+
6,85 – 7,00	A+	4,15 – 4,50	B
6,65 – 6,85	A	3,75 – 4,15	B-
6,40 – 6,65	A-	3,20 – 3,75	CCC+
6,25 – 6,40	BBB+	2,50 – 3,20	CCC
5,85 – 6,25	BBB	1,75 – 2,50	CCC-
5,65 – 5,85	BBB-	< 1,75	D

Nguồn: Altman & cộng sự (1995)

Cách 2: Xác định xác suất phá sản dựa trên xếp hạng tín dụng

Để ước tính được xác suất phá sản bằng con số phần trăm, Altman & Kishore (2001) đã chuyển đổi các bậc xếp hạng tín dụng khác nhau thành xác suất phá sản cho 5 và 10 năm tiếp theo. Altman & Kishore (2001) chỉ ước tính xác suất mặc định cho các trái phiếu được xếp hạng AAA, AA, A, BBB, BB, B và CCC. Damodaran (2006) đã dùng phương pháp nội suy để ước tính xác suất phá sản cho các xếp hạng trái phiếu còn lại, kết quả được trình bày trong Bảng 2.

Bảng 2. Xếp hạng trái phiếu và xác suất phá sản [4]

Xếp hạng	Xác suất phá sản	
	5 năm	10 năm
AAA	0,03%	0,03%
AA	0,18%	0,25%
A+	0,19%	0,40%
A	0,20%	0,56%
A-	1,35%	2,42%
BBB	2,50%	4,27%
BB	9,27%	16,89%
B+	16,25%	24,82%
B	24,04%	32,75%
B-	31,10%	42,12%
CCC	39,15%	51,38%
CC	48,22%	60,40%
C+	59,36%	69,41%
C	69,65%	77,44%
C-	80,00%	87,16%

Nguồn: Altman & Kishore (2001); Damodaran (2006).

Hiện nay, có nhiều nghiên cứu về ước tính xác suất phá sản, tuy nhiên, khi đề cập đến thuật ngữ “xác suất phá sản” thì kết quả các nghiên cứu có thể được đưa ra dưới

nhiều hình thức khác nhau, cụ thể: Theo Altman (1984), xác suất phá sản được thể hiện ở mức độ cao, thấp hoặc trung bình; S&P, Moody's, Fitch nhận thấy xác suất phá sản được thể hiện ở thứ hạng trái phiếu. Altman & Kishore (2001) và Damodaran (2006) cho rằng xác suất phá sản được thể hiện ở mức độ phần trăm. Trong phương pháp APV, xác suất phá sản được định lượng bằng mức độ phần trăm cụ thể. Khi đó, để ước tính xác suất phá sản một cách chính xác cho các công ty từng quốc gia, thẩm định viên (TĐV) cần ước tính xếp hạng tín dụng của công ty, sau đó sử dụng các số liệu ước tính thực nghiệm để xác định xác suất phá sản (%) tương ứng với thứ hạng này (Damodaran, 2002). Tại VN, việc xây dựng mô hình xếp hạng tín dụng (với kết quả được thể hiện dưới hình thức mức độ cao, thấp, trung bình hoặc dưới dạng thứ hạng) là khả thi (Nguyễn Trọng Hòa, 2009). Tuy nhiên, với thông tin còn hạn chế về các thương vụ phá sản tại VN trong thời gian qua, để có được các ước tính thực nghiệm về xác suất phá sản dưới dạng phần trăm tương ứng với xếp hạng tín dụng sẽ gặp rất nhiều khó khăn. Khi đó, mặc dù mô hình Z'' điều chỉnh được xây dựng trên dữ liệu nước ngoài nhưng đã có những nghiên cứu thực nghiệm để chuyển đổi từ chỉ số Z'' điều chỉnh sang thứ hạng trái phiếu của S&P (Altman, 2005) và từ thứ hạng trái phiếu của S&P sang xác suất phá sản dưới dạng phần trăm (Altman & Kishore, 2001; Damodaran, 2006). Vì vậy, việc kế thừa các nghiên cứu trước đây trong việc xác định xác suất phá sản (%) là có thể chấp nhận được trong điều kiện thông tin hạn chế tại VN hiện nay.

2.3.2. Chi phí phá sản

Chi phí phá sản là chi phí phát sinh khi doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính bao gồm: Chi phí phá sản trực tiếp, và chi phí phá sản gián tiếp.

Theo Wruck (1990), chi phí phá sản trực tiếp bao gồm các chi phí về mặt pháp lý, hành chính, thanh toán lệ phí tư vấn và một số chi phí khác theo quy định pháp luật khi công ty rơi vào tình trạng phá sản. Weiss (1990) cho rằng chi phí này bao gồm lệ phí hành chính, các chi phí của luật sư, kế toán và các chuyên gia trong việc thực hiện phá sản.

Chi phí phá sản gián tiếp là chi phí làm giảm cầu đối với sản phẩm của công ty, làm tăng chi phí sản xuất và chi phí cơ hội khi doanh nghiệp không sản xuất để giải quyết khủng hoảng về tài chính của doanh nghiệp (Wruck, 1990). Weiss (1990) giải thích chi phí phá sản gián tiếp là chi phí cơ hội không quan sát được như: (1) Sự sụt giảm về doanh số và giá trị hàng tồn kho do khách hàng có thể trở nên lo lắng về nguồn cung

cấp. Trong một số ngành nhất định (như dịch vụ tài chính), các chi phí này có thể phá hủy hoàn toàn giá trị của công ty (ví dụ, Drexel Burnham Lambert); (2) Tăng chi phí điều hành do nguy cơ công ty có thể bị mất các nhân viên chủ chốt hoặc phải trả nhiều tiền hơn để họ không từ bỏ công ty gặp khó khăn, bên cạnh đó, chi phí vốn của công ty có thể tăng khi các nhà cung cấp có thể từ chối phát hành theo các điều kiện tín dụng thuận lợi; và (3) Khả năng cạnh tranh của công ty bị sụt giảm do phải chú tâm quản lý về nguy cơ phá sản, tăng lỗ hồng của công ty với các đối thủ cạnh tranh.

Tính chi phí phá sản trực tiếp

Warner (1977) nghiên cứu về các trường hợp phá sản của ngành đường sắt và phát hiện chi phí phá sản trực tiếp vào khoảng 5% so với giá trị công ty.

Weiss (1990) nghiên cứu tính toán dựa trên 3 trường hợp để đánh giá độ lớn của chi phí phá sản trực tiếp. Tất cả các trường hợp đều được ước tính vào thời điểm cuối năm tài chính trước khi doanh nghiệp nộp đơn phá sản. Trung bình, chi phí phá sản trực tiếp tương ứng 20,6% giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (dao động từ 2,0% đến 63,6%); 3,1% tổng giá trị sổ sách của nợ với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (dao động từ 1,0% đến 6,6%); và 2,8% giá trị sổ sách của tổng tài sản (dao động từ 0,9% -7,0%).

Theo Wruck (1990), kết quả nghiên cứu về chi phí phá sản trực tiếp ở mức trung bình khoảng 3,5% giá trị thị trường.

Tính chi phí phá sản gián tiếp

Bhabra & Yuan (2011) nhận thấy chi phí phá sản gián tiếp được xác định như là việc mất doanh số bán hàng và lợi nhuận do khủng hoảng tài chính. Theo đó, chi phí phá sản gián tiếp bao gồm: (1) Sự suy giảm thị phần và giá trị vốn chủ sở hữu; (2) Hiệu quả sử dụng các nguồn tài nguyên như thời gian quản lý (các nhà quản lý phải dành thời gian xử lý các vấn đề tài chính, pháp lý thay vì tập trung vào các hoạt động sản xuất kinh doanh); (3) Chủ nợ có khả năng sẽ yêu cầu một mức lãi suất cao hơn cho khoản rủi ro tăng lên và/hoặc các nhà cung cấp khi thực hiện các giao dịch có thể đưa các điều kiện bất lợi nhằm giảm rủi ro cho họ; và (4) Trong khủng hoảng, sự sợ hãi dư thừa lao động của đội ngũ nhân viên có thể gây thiệt hại về mặt tinh thần, dẫn đến năng suất và chất lượng sản phẩm giảm xuống.

Theo Altman (1984), chi phí phá sản gián tiếp có thể được tính như sự khác biệt hoặc sự chênh lệch giữa lợi nhuận kỳ vọng (trong điều kiện nền kinh tế khỏe mạnh) với lợi nhuận thực tế (trong điều kiện khủng hoảng). Khi đó, quá trình ước tính chi phí phá

sản gián tiếp sẽ được TĐV thực hiện trình tự 4 bước (Altman, 1984; Bhabra & Yuan, 2011):

Bước 1: Ước tính hệ số tương quan giữa doanh thu công ty cần thẩm định giá và doanh thu trung bình ngành, trong giai đoạn 10 năm trước năm dự báo (Forecast Year):

$$S_{i,t} = a + b * S_{t,t} \quad (1)$$

$S_{i,t}$: Doanh thu của công ty cần thẩm định giá tại năm thứ t

$S_{t,t}$: Doanh thu trung bình ngành tại năm thứ t

Bước 2: TĐV kết hợp hệ số góc được ước tính từ phương trình hồi quy với doanh thu trung bình ngành tại năm dự báo (t+1) để dự báo doanh thu dự kiến của công ty trong năm đó:

$$\hat{S}_i = a + b * S_t \quad (2)$$

\hat{S}_i : Doanh thu dự kiến của công ty tại năm dự báo

S_t : Doanh thu trung bình ngành tại năm dự báo

Một điều cần lưu ý khi ước tính doanh thu dự kiến tại phương trình (2), TĐV cần phải giả định hệ số tương quan giữa doanh thu công ty và doanh thu trung bình ngành vẫn không đổi.

Bước 3: Ước tính lợi nhuận dự kiến của công ty bằng cách áp dụng tỉ suất lợi nhuận bình quân trên doanh thu trong giai đoạn 10 năm (PM) với doanh thu dự kiến của công ty (\hat{S}_i)

$$P^e_i = \hat{S}_i * PM \quad (3)$$

P^e_i : Lợi nhuận dự kiến của công ty tại năm dự báo

PM: Tỉ suất lợi nhuận bình quân trên doanh thu

Bước 4: Ước tính chi phí phá sản gián tiếp tại năm dự báo bằng cách so sánh lợi nhuận dự kiến của công ty (được tính ở Bước 3) với lợi nhuận thực tế mà công ty nhận được.

$$\Delta P_i = P_i - P^e_i \quad (4)$$

ΔP_i : Mức chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận dự kiến

P_i : Lợi nhuận thực tế của công ty tại năm dự báo

3. VẬN DỤNG PHƯƠNG PHÁP APV ĐỂ TIẾN HÀNH THẨM ĐỊNH GIÁ TRỊ CÔNG TY CASUMINA

Nhằm chứng minh tính khả thi của việc ứng dụng phương pháp APV trong điều kiện VN, bài viết vận dụng phương pháp APV để thẩm định giá trị công ty Casumina, với giả định thời điểm thẩm định giá tại ngày 31/12/2013 và thời gian khảo sát, xử lý dữ liệu vào tháng 4/2014. Để phục vụ cho quá trình thẩm định, tác giả đã tiến hành sử dụng báo cáo tài chính của Casumina trong 7 năm, từ năm 2008-2013 nhằm xác định các tham số tài chính, tỉ số tài chính và ước tính dòng tiền của công ty Casumina [5].

3.1. Xác định giá trị công ty được giả định khi không có đòn cân nợ

3.1.1. Xác định tốc độ tăng trưởng

Thứ nhất, xác định lợi nhuận trước thuế và lãi vay các năm trong quá khứ.

Từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, TĐV tiến hành ước tính EBIT điều chỉnh (loại trừ lợi nhuận ròng từ đầu tư tài chính) các năm trong quá khứ. Kết quả được trình bày trong Bảng 3.

Bảng 3. EBIT điều chỉnh của Công ty Casumina (giai đoạn 2008-2013)

		ĐVT: VND		
Chỉ tiêu		2013	2012	2011
Lợi nhuận kế toán trước thuế	[1]	480.811.518.553	337.433.818.278	51.235.529.934
Lợi nhuận ròng từ đầu tư tài chính	[2]	(15.979.878.657)	(26.581.125.437)	(12.941.350.196)
Lãi vay	[3]	40.635.661.235	77.363.825.051	75.919.815.881
EBIT điều chỉnh	[4]=[1]+ [3] - [2]	537.427.058.445	441.378.768.766	140.096.696.011

Chỉ tiêu		2010	2009	2008
Lợi nhuận kế toán trước thuế	[1]	185.318.923.715	333.512.362.695	10.200.380.724
Lợi nhuận ròng từ đầu tư tài chính	[2]	14.169.433.695	23.368.335.872	(123.427.988.756)
Lãi vay	[3]	37.530.031.142	45.690.756.936	-
EBIT điều chỉnh	[4]=[1]+ +[3]-[2]	208.679.521.162	355.834.783.759	133.628.369.480

Nguồn: Tính toán của tác giả

Thứ hai, xác định mức tái đầu tư các năm trong quá khứ.

Căn cứ vào bảng cân đối kế toán để xác định mức tái đầu tư của doanh nghiệp thông qua các thông số chi đầu tư, khấu hao, thay đổi vốn lưu động phi tiền mặt và chứng khoán ngắn hạn. Khi đó, mức tái đầu tư của các năm trong quá khứ, giai đoạn 2008 – 2013 được trình bày trong Bảng 4.

Bảng 4. Mức tái đầu tư của công ty Casumina (giai đoạn 2008 – 2013)

		ĐVT: VND		
		2013	2012	2011
Chi đầu tư	[5]	1.033.191.394.764	189.465.209.467	193.625.074.538
Khấu hao	[6]	64.960.083.723	69.342.823.995	66.845.906.662
Các khoản phải thu ngắn hạn	[7]	399.448.754.773	420.781.500.572	284.903.997.158
Hàng tồn kho	[8]	894.932.219.260	836.646.602.511	707.032.193.109
Tài sản ngắn hạn khác	[9]	125.015.492.295	24.295.250.157	25.185.451.566
Nợ ngắn hạn	[10]	844.427.730.666	675.170.326.281	751.192.843.936
Vay và nợ ngắn hạn	[11]	444.288.263.161	381.135.086.297	597.028.917.032
Vốn lưu động phi tiền mặt và chứng khoán ngắn hạn	[12] = [7] + [8] + [9] – ([10] – [11])	1.019.256.998.823	987.688.113.256	862.957.714.929
Thay đổi vốn lưu động	[13]	31.568.885.567	124.730.398.327	275.953.232.707
Mức tái đầu tư	[14] = [5] – [6] + [13]	999.800.196.608	244.852.783.799	402.732.400.583

		2010	2009	2008
Chi đầu tư	[5]	42.892.373.721	86.305.830.447	209.440.173.028
Khấu hao	[6]	75.097.595.711	85.137.137.090	39.422.637.125
Các khoản phải thu ngắn hạn	[7]	280.041.904.061	176.526.393.177	104.685.471.871
Hàng tồn kho	[8]	451.967.653.105	491.041.688.713	491.054.772.967
Tài sản ngắn hạn khác	[9]	4.307.547.099	7.799.165.457	23.941.932.030
Nợ ngắn hạn	[10]	438.017.582.931	511.627.057.070	722.985.653.196
Vay và nợ ngắn hạn	[11]	288.704.960.888	386.275.888.130	600.440.504.107
Vốn lưu động phi tiền mặt và chứng khoán ngắn hạn	[12] = [7] + [8] + [9] – ([10] – [11])	587.004.482.222	550.016.078.407	497.137.027.779

Thay đổi vốn lưu động	[13]	36.988.403.815	52.879.050.628	24.027.689.196
Mức tái đầu tư	[14] = [5] - [6] + [13]	4.783.181.825	54.047.743.985	194.045.225.099

Nguồn: Tính toán của tác giả

Thứ ba, xác định tỉ lệ tái đầu tư (RIR) các năm trong quá khứ.

Bảng 5. RIR của công ty Casumina (giai đoạn 2008 – 2013)

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Tỉ lệ tái đầu tư (RIR) [15]	331,23%	98,31%	500,16%	4,02%	23,24%	220,20%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Thứ tư, xác định suất sinh lợi trên vốn (ROC) các năm trong quá khứ.

Bảng 6. ROC của công ty Casumina (giai đoạn 2008 – 2013)

ĐVT: VND

		2013	2012	2011
EBIT * (1 - t)	$[16] = [4] * (1 - t)$	403.070.293.834	331.034.076.575	105.072.522.008
Vốn đầu tư đã điều chỉnh	[17]	2.874.151.770.129	1.814.735.047.200	1.480.380.820.290
ROC	$[18] = [16] / [17]$	17,19%	20,09%	8,14%
		2010	2009	2008
EBIT * (1 - t)	$[16] = [4] * (1 - t)$	156.509.640.872	266.876.087.819	100.221.277.110
Vốn đầu tư đã điều chỉnh	[17]	1.101.226.153.650	1.066.310.589.443	1.046.376.206.256
ROC	$[18] = [16] / [17]$	14,44%	25,26%	10,66%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Thứ năm, xác định tốc độ tăng trưởng

Với RIR và ROC hàng năm được ước tính trong Bảng 5 và 6, TĐV tiến hành ước tính tốc độ tăng trưởng thu nhập hoạt động theo công thức $g = RIR * ROC$. Khi đó tốc

độ tăng trưởng thu nhập hoạt động dự báo cho tương lai trong giai đoạn tăng trưởng nhanh là: $g = 32,59\%$.

3.1.2. Xác định dòng tiền doanh nghiệp (FCFF)

FCFF hàng năm được tính bằng cách lấy EBIT * (1 - t) trừ mức tái đầu tư hàng năm. Việc xác định mức tái đầu tư hàng năm đòi hỏi phải có công đoạn dự phòng dòng tiền trong tương lai. Ngoài cách này, TĐV có thể ước tính RIR trên EBIT * (1 - t) của các năm trong quá khứ, sau đó lập luận để lựa chọn một RIR hợp lý và RIR này được áp dụng cho giai đoạn phát triển nhanh của doanh nghiệp. Khi đó FCFF tại năm 1 được tính theo công thức (Damodaran, 2002):

$$FCFF = EBIT * (1 - t) * (1 - RIR)$$

Với tốc độ tăng trưởng EBIT kì vọng, TĐV tiến hành xác định dòng tiền FCFF cho các năm tiếp theo.

3.1.3. Xác định chi phí vốn cổ phần không đòn bẩy tài chính theo mô hình CAPM

Vì công ty Casumina đã niêm yết trên HOSE nên chi phí vốn cổ phần được ước lượng trực tiếp từ dữ liệu thị trường. Trong trường hợp này, tác giả sử dụng mô hình CAPM. Trong đó:

Suất sinh lợi phi rủi ro là lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn 2 năm tại thời điểm 31/03/2014 là 6,10% (Bộ Tài chính, 2014).

Suất sinh lợi VN-Index lịch sử bình quân giai đoạn 2001–2013 là 17,23% (Bảng 7).

Suất sinh lợi phi rủi ro lịch sử là lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn 2 năm bình quân giai đoạn 2001-2013 là 9,36% (Bảng 7).

**Bảng 7. Suất sinh lợi VN-Index lịch sử
và suất sinh lợi phi rủi ro lịch sử (Giai đoạn 2001-2013)**

Năm	Chỉ số VN-Index tại ngày 31/12	R _m Bình quân	Lãi suất TPCP kỳ hạn 2 năm
2013	504,60	21,97%	8,19%
2012	413,70	17,66%	8,95%
2011	351,60	-27,46%	12,40%
2010	484,70	-2,04%	11,10%
2009	494,80	56,78%	9,92%

2008	315,60	-65,95%	15,30%
2007	927,00	23,30%	8,10%
2006	751,80	144,49%	8,60%
2005	307,50	28,50%	8,42%
2004	239,30	43,38%	8,30%
2003	166,90	-8,95%	8,20%
2002	183,30	-23,40%	7,33%
2001	239,30	15,72%	6,85%
2000	206,80		
Trung bình		17,23%	9,36%

Nguồn: Tính toán từ cophieu68.com đối với suất sinh lợi VN-Index và tổng hợp từ cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính và Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright đối với suất sinh lợi phi rủi ro lịch sử.

Bảng 8. Chi phí vốn cổ phần không đòn bẩy tài chính của công ty Casumina

TSLN phi rủi ro (gắn với thời điểm thẩm định giá)	R _f	6,10%
Hệ số beta không đòn bẩy	β	0,994
Tỉ suất lợi nhuận thị trường	\bar{R}_m	17,23%
Tỉ suất lợi nhuận phi rủi ro \bar{R}_f	\bar{R}_f	9,36%
Phần bù rủi ro VCP	$\bar{R}_m - \bar{R}_f$	7,87%
Chi phí vốn chủ sở hữu	K _e	13,93%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Xác định giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy tài chính

$$\text{Giá trị công ty Casumina không đòn bẩy tài chính} = \sum_{t=1}^n \frac{FCCF_t}{(1 + K_e)^t}$$

Bảng 9. Giá trị công ty Casumina không đòn bẩy tài chính**DVT: VND**

Giá trị công ty Casumina không đòn bẩy tài chính (Không bao gồm các tài sản không tạo ra dòng tiền)	8.547.156.311.165 VND
--	-----------------------

Nguồn: Tính toán của tác giả

3.2. Xác định lợi ích thuế từ việc đi vay

Việc chiết khấu khoản tiền tiết kiệm được từ là chắn thuế tại mức chi phí nợ vay chính là giá trị hiện tại của lợi ích thuế từ việc đi vay. Trong phần vận dụng này, để đơn giản, nghiên cứu ước tính lợi ích thuế từ việc đi vay bằng cách lấy Thuế suất * Nợ vay. Khi đó, lợi ích thuế vĩnh viễn kì vọng của công ty Casumina là 202.442.481.978 VND.

Xác định chi phí phá sản dự tính

Cách 1: Dựa vào chỉ số Z" điều chỉnh

Như đã phân tích ở phần 2.3.1, tác giả tiến hành ước tính chỉ số Z" điều chỉnh, sau đó xác định xếp hạng tín dụng của S&P tương ứng (Altman, 2005). Cuối cùng, sử dụng hệ số xếp hạng tín dụng đối chiếu với Bảng 2 để xác định xác suất phá sản của doanh nghiệp (Altman & Kishore, 2001; Damodaran, 2006).

Bảng 10. Ước tính chỉ số Z" điều chỉnh cho công ty Casumina

X ₁	Vốn luân chuyển/Tổng tài sản	0,2128
X ₂	Lợi nhuận giữ lại/Tổng tài sản	0,1756
X ₃	EBIT/Tổng tài sản	0,2187
X ₄	Giá trị sổ sách của vốn CSH/Tổng nợ phải trả	0,7157
Chỉ số Z" điều chỉnh		7,4402

Nguồn: Tính toán của tác giả

Căn cứ vào kết quả nghiên cứu của Altman & Kishore (2001) được trình bày trong Bảng 1 để ước tính chỉ số Z" điều chỉnh 7,4402, tương ứng hệ số tín nhiệm của công ty Casumina theo S&P ở mức AA.

Cách 2: Dựa vào xếp hạng tín dụng nội bộ của các ngân hàng thương mại.

Việc xác định xác suất phá sản dựa vào xếp hạng tín dụng của NHTM đôi khi dẫn đến rủi ro vì kết quả xếp hạng tín dụng của NHTM có thể không thống nhất với kết quả

của S&P. Với thực tế hiện nay, việc xếp hạng tín dụng dựa vào xếp hạng tín dụng nội bộ của NHTM được xem là cách để đối chiếu với kết quả có được ở cách 1.

Trong cách này, tác giả sử dụng bộ xếp hạng tín dụng nội bộ của một Ngân hàng TMCP. Vì lí do bảo mật thông tin nên tác giả chỉ trình bày kết quả xếp hạng tín dụng.

Bảng 11. Xếp hạng tín dụng công ty Casumina theo ngân hàng thương mại

Điểm	Xếp loại	Đánh giá theo NHTM
87,42	AA	Hoạt động hiệu quả, triển vọng tốt, thiện chí tốt. Rủi ro thấp, ưu tiên đáp ứng tối đa nhu cầu tín dụng với mức ưu đãi về lãi suất, có thể áp dụng cho vay không có tài sản bảo đảm. Tăng cường mối quan hệ với khách hàng.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Hệ số tín nhiệm của công ty Casumina dựa vào chỉ số "Z" điều chỉnh ở mức AA, dựa theo xếp hạng tín dụng nội bộ của NHTM ở mức AA. Kết quả này chứng tỏ tính thống nhất giữa hai cách ước tính ở mức tương đối khá. Mức xếp hạng AA tương ứng với xác suất phá sản của Casumina dao động ở mức 0,25%.

Bảng 12. Chi phí phá sản dự tính của công ty Casumina

ĐVT: VND	
Thứ hạng cổ phiếu Casumina	AA
Xác suất phá sản tương ứng	0,25%
Tổng chi phí phá sản (BV)	242.317.408.417
Chi phí phá sản dự tính	605.793.521

Nguồn: Tính toán của tác giả

Như vậy, giá trị công ty Casumina theo phương pháp APV là:

Bảng 13. Giá trị công ty Casumina theo phương pháp APV

ĐVT: VND	
Giá trị tài sản đang hoạt động của Casumina (Không đôn bẫy tài chính)	8.547.156.311.165
Lợi ích thuế vĩnh viễn kì vọng	202.442.481.979
Chi phí phá sản dự tính	605.793.521

Giá trị tài sản đang hoạt động của Casumina (Có đòn bẩy tài chính)	8.750.204.586.665
Tiền, các khoản tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	46.645.375.818
Giá trị công ty Casumina (Không bao gồm các tài sản không tạo ra dòng tiền)	8.796.849.962.483

Nguồn: Tính toán của tác giả

3.3. Ưu điểm và hạn chế của phương pháp APV

So với cách tiếp cận chiết khấu dòng tiền theo quan điểm truyền thống thì phương pháp APV đã thể hiện được các ưu điểm:

Một là, tác động của đòn bẩy tài chính theo phương pháp dòng tiền chiết khấu được thể hiện trong chi phí vốn bình quân (Damodaran, 2002) trong khi phương pháp APV đã tách tác động của đòn bẩy tài chính bao gồm lợi ích lá chắn thuế, xác suất phá sản, chi phí phá sản và ước tính một cách độc lập.

Hai là, một doanh nghiệp có chi phí phá sản càng cao thì chi phí nợ vay trước thuế cũng tăng lên tương ứng. Tuy nhiên, trong phương pháp DCF, chi phí phá sản đôi khi không thể hiện hoặc thể hiện không thoả đáng trong chi phí nợ vay trước thuế. Phương pháp APV ước tính chi phí phá sản linh hoạt hơn, cho phép tính đến cả chi phí phá sản gián tiếp và ước tính giá trị một cách thận trọng hơn.

Ba là, phương pháp APV ước tính lợi ích thuế với giá trị nợ bằng số tuyệt đối trong khi phương pháp DCF dựa trên tỉ trọng nợ trên tổng tài sản dẫn đến công ty có thể phải đi vay nhiều hơn trong tương lai để vẫn đảm bảo được tỉ lệ nợ này hàng năm.

Bốn là, phương pháp APV thể hiện rõ tác động của xếp hạng tín dụng doanh nghiệp đến giá trị của doanh nghiệp thông qua việc ước tính xác suất phá sản.

Tuy nhiên, khi vận dụng phương pháp APV vào thị trường VN, TĐV có thể gặp phải một số khó khăn, cụ thể:

Việc kế thừa chỉ số Z'' điều chỉnh của Altman khi ước tính xác suất phá sản có thể sẽ dẫn đến sự sai lệch trong kết quả thẩm định giá trị doanh nghiệp.

Việc ước tính chi phí phá sản trực tiếp tại VN hiện nay vẫn còn nhiều khó khăn do hệ thống văn bản pháp lí chưa rõ ràng.

4. KẾT LUẬN

Bài viết đã khái quát về quy trình thẩm định giá doanh nghiệp bằng phương pháp APV theo 3 bước cơ bản, một phương pháp có sự tách riêng trong việc xác định lợi ích

lá chắn thuế, chi phí phá sản và xác suất phá sản. Phương pháp đã tách tác động của nợ vay thành những thành phần khác nhau và cho phép nhà phân tích sử dụng những tỉ suất chiết khấu khác nhau đối với từng thành phần. Ngoài ra, phương pháp APV sử dụng giá trị tuyệt đối của nợ vay ở mức cố định là hợp lí. Mặt khác, khả năng doanh nghiệp bị thua lỗ, phá sản và gặp nhiều rủi ro trong tương lai là có thể, nhất là trong thời kì suy thoái kinh tế. Vì vậy, phương pháp APV sẽ cho kết quả chính xác hơn khi thẩm định giá trị doanh nghiệp.

5. ĐỀ XUẤT ỨNG DỤNG PHƯƠNG PHÁP APV

Thẩm định giá trị doanh nghiệp ngày càng trở nên quan trọng và cần thiết cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế theo cơ chế thị trường. Đề công tác thẩm định giá trị doanh nghiệp bằng phương pháp APV được nhìn nhận và ngày càng được sử dụng phổ biến ở VN, bài viết đưa ra một số đề xuất như sau:

Công nhận về mặt pháp lí tính ứng dụng của phương pháp APV

Tại VN hiện nay, các phương pháp thẩm định giá trị doanh nghiệp được đề cập trong Nghị định 59 và Thông tư 202 nhưng chưa đề cập đến phương pháp APV. Vì vậy, Bộ Tài chính cần ban hành phụ lục trong tiêu chuẩn để hướng dẫn việc sử dụng phương pháp APV một cách cụ thể và chi tiết.

Tổ chức lớp bồi dưỡng nghiệp vụ thẩm định giá

Bộ Tài chính phối hợp Hội thẩm định giá VN thường xuyên tổ chức các lớp bồi dưỡng nghiệp vụ để phổ biến việc sử dụng phương pháp này cho đội ngũ chuyên viên ngành thẩm định giá và các TĐV về giá nhằm giúp việc vận dụng phương pháp APV vào VN một cách khoa học và tạo tính thống nhất trong cách ước tính.

Nâng cao trình độ chuyên môn của đội ngũ TĐV

Khi tiến hành xác định giá trị doanh nghiệp, TĐV thường xuyên phải tiếp cận với báo cáo tài chính, tiến hành sử dụng và phân tích các báo cáo này nhằm phục vụ cho công việc, vì vậy, đội ngũ chuyên viên ngành thẩm định giá cần phải thường xuyên trau dồi để có trình độ chuyên sâu về phân tích tài chính, kĩ năng dự báo tốt, thao tác thành thạo các mô hình kinh tế lượng.

Quy định cụ thể tiêu chí xếp hạng tín dụng doanh nghiệp

NHNN cần ban hành các tiêu chí cụ thể trong việc xếp hạng tín dụng doanh nghiệp nhằm giúp cho quá trình xếp hạng được công khai, minh bạch, thống nhất và tạo sự thuận lợi cho TĐV khi tiến hành ước tính xác suất phá sản doanh nghiệp ■

Chú thích

- [1] Ban hành kèm theo Quyết định số 129/2008/QĐ-BTC ngày 31/12/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính.
- [2] Nghị định số 59/2011/NĐ-CP ngày 18/07/2011 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần.
- [3] Thông tư 202/2011/TT-BTC ngày 30/12/2011 của Bộ Tài chính về hướng dẫn xử lý tài chính và xác định giá trị doanh nghiệp khi thực hiện chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần theo quy định tại Nghị định số 59/2011/NĐ-CP ngày 18/07/2011 của Chính phủ.
- [4] Altman chỉ ước tính xác suất mặc định cho các trái phiếu được xếp hạng AAA, AA, A, BBB, BB, B và CCC. Damodaran đã dùng phương pháp nội suy để ước tính xác suất vỡ nợ cho các xếp hạng trái phiếu còn lại.
- [5] Với thông tin đầu vào chỉ là báo cáo tài chính các năm (không trao đổi trực tiếp với doanh nghiệp để tìm hiểu về hệ thống kiểm soát nội bộ doanh nghiệp, kế hoạch, chiến lược kinh doanh, v.v) nên kết quả thẩm định giá trong bài viết này chỉ mang tính chất minh họa cho phương pháp và không phản ánh giá trị thị trường của doanh nghiệp tại thời điểm thẩm định giá.

Tài liệu tham khảo

- Altman, E.I. (1984), “A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question”, *The Journal of Finance*, Vol 39, Issue 4, pp. 1067-1089.
- Altman, E.I., Hartzell, J., and Peck, M. (1995), *A Scoring System for Emerging Market Corporate Debt*, Salomon Brothers, 15 May.
- Altman, E.I. & Kishore, V. (2001), *The Default Experience of U.S. Bonds*, Working Paper, New York: Salomon Center.
- Altman, E.I. (2005), “An Emerging Market Credit Scoring System for Corporate Bonds”, *Emerging Markets Review* 6, pp.311-323.
- Bhabra, G.S. & Yuan, Y. (2011), “Is Bankruptcy Costly? Recent Evidence on the Magnitude and Determinants of Indirect Bankruptcy Costs”, *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol.1, no.2, (2011), ISSN: 1792-6580, pp. 39-68.
- Bộ Tài chính, *Số liệu lãi suất trái phiếu chính phủ*, <http://www.mof.gov.vn/>.
- Brealey, R.A. & Myers, S.C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, Seventh Edition. New York: McGraw – Hill.
- Công ty Casumina, *Số liệu Báo cáo tài chính của công ty Casumina các năm 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013*, <http://www.casumina.com.vn>

- Damodaran, A. (2002), *Định giá đầu tư*, Dịch từ tiếng Anh, Người dịch Đinh Thế Hiển, (2010), NXB Tài chính TP.HCM.
- Damodaran, A. (2002), *Investment Valuation*, New York: John Wiley & Sons, ISBN 0-471-41488-3.
- Damodaran, A. (2006), *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*, Stern School of Business.
- Hay Sinh (2013), “Ước tính chi phí phá sản trong thẩm định giá trị doanh nghiệp”, Tạp chí *Phát triển và hội nhập*, Đại học Kinh tế Tài chính TP.HCM, số 12, tháng 9-10/2013, trang 48-53.
- Hay Sinh (2013), “Ước tính xác suất phá sản trong thẩm định giá trị doanh nghiệp”, Tạp chí *Phát triển và hội nhập*, Đại học Kinh tế Tài chính TP.HCM, số 08, tháng 01-02/2013, trang 52-57.
- Hay Sinh, Nguyễn Kim Đức (2012), “Ước tính hệ số beta trong thẩm định giá trị doanh nghiệp – Từ lý thuyết đến thực tiễn”, Tạp chí *Phát triển và hội nhập*, Đại học Kinh tế Tài chính TP.HCM, (số 04), trang 26-33.
- Koller, T., Wessels, D., and Goedhart, M (2005), *Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition, New York: John Wiley & Sons.
- Lê Tất Thành (2012), *Cẩm nang xếp hạng tín dụng doanh nghiệp và xếp hạng tín dụng VN*, NXB Tổng hợp TP.HCM.
- Luehrman, T.A. (1997), “Using APV: A Better Tool for Valuing Operations”, *Harvard Business Review*.
- Ngân hàng Nhà nước (2005), *Quyết định số 493/2005/QĐ-NHNN ngày 22/04/2005 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ban hành quy định về phân loại nợ, trích lập và sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro tín dụng trong hoạt động ngân hàng của tổ chức tín dụng*.
- Nguyễn Trọng Hòa (2009), *Xây dựng mô hình xếp hạng tín dụng đối với các doanh nghiệp VN trong nền kinh tế chuyển đổi*, Luận án tiến sĩ.
- Nguyễn Xuân Thành, Nguyễn Thị Quế Giang (2011), *Chi phí vốn cổ phần của công ty FPT*, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, CV07-31-31.0.
- Sabal, J. (2008), “WACC or APV?”, *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, Vol 2, Issue 2, ISSN (Online) 1932-9156, pp. 01 – 17.
- Warner, J.B. (1977), “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *Journal of Finance*, Vol 32, Issue 2, pp. 337-347.
- Weiss, L.A. (1990), “Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Issue 2, pp.285-314.
- Wruck, K.H. (1990), “Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Issue 2, pp. 419-444.