

VẬN DỤNG PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TƯƠNG ĐỐI ĐỂ XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

● HOÀNG TÙNG

TÓM TẮT:

Bài viết trình bày và phân tích các phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp (DN). Trong đó, tập trung vào việc vận dụng phương pháp giá trị tương đối, thực chất là sử dụng các chỉ số tài chính tổng hợp được xây dựng từ dữ liệu tài chính của DN và các thông số thị trường để định giá DN. Từ nhu cầu thông tin về giá trị DN cho chủ sở hữu, nhà quản lý và các bên liên quan, tác giả đã đưa ra quy trình tính giá và áp dụng để tính giá các Công ty niêm yết ở Việt Nam. Kết quả nghiên cứu của bài viết sẽ cung cấp thông tin về giá trị DN theo phương pháp đo lường dựa trên dữ liệu tài chính, làm cơ sở để so sánh với kết quả định giá DN theo các phương pháp khác nhau.

Từ khóa: giá trị doanh nghiệp, đo lường, chỉ số tài chính, giá trị vốn chủ sở hữu, lợi nhuận.

1. Đặt vấn đề

Giá trị doanh nghiệp là giá trị của toàn bộ vốn chủ sở hữu của một công ty và phải được xem xét trên tổng thể tài sản, không phải là giá trị của từng tài sản riêng rẽ, bao gồm tài sản hữu hình và tài sản vô hình của doanh nghiệp [1]. Tuy nhiên, giá trị doanh nghiệp cũng được hiểu và tiếp cận theo nhiều cách khác nhau, từ đó sẽ có nhiều phương pháp xác định giá trị tùy theo các cách tiếp cận này.

Koller và cộng sự (2010) [2] cho rằng giá trị doanh nghiệp được tạo ra bằng cách đầu tư vốn để tạo ra dòng tiền tương lai với tỷ lệ lợi nhuận thu được vượt quá chi phí vốn bỏ ra. Nghĩa là, giá trị doanh nghiệp là tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền kỳ vọng tương lai với mức chiết khấu phản ánh những gì các bên liên quan mong đợi kiếm được từ việc đầu tư vào công ty, đó là chi phí vốn.

Bằng cách tăng trưởng nhanh hơn và triển khai nhiều vốn hơn với tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn hơn, giá trị doanh nghiệp được tạo ra càng nhiều. Do vậy, bất kỳ hành động nào không làm tăng dòng tiền của công ty đều không tạo ra giá trị doanh nghiệp. Theo Lundholm và O'Keefe (2010) [3], giá trị doanh nghiệp được xác định theo nhiều cấp độ khác nhau. Ở cấp độ doanh nghiệp (thể hiện qua sự kết hợp của giá trị nợ và vốn chủ sở hữu của công ty) hoặc ở cấp độ cổ đông (thể hiện qua giá trị vốn chủ sở hữu). Theo định nghĩa này, giá trị doanh nghiệp được xác định bằng các phương pháp như phương pháp chiết khấu dòng tiền hoặc phương pháp thu nhập thặng dư hoặc phương pháp chiết khấu cổ tức,...

Theo một cách tiếp cận khác thì giá trị của một công ty thường được biết đến như một thước đo kinh tế phản ánh giá trị toàn bộ tài sản của công ty sẽ

được phân bổ cho các cổ đông và những người nắm giữ trái phiếu của công ty. Ở dạng đơn giản này, giá trị doanh nghiệp được tính bằng cách lấy tổng tài sản trừ đi giá trị của các khoản nợ phải trả. Ngoài ra, giá trị doanh nghiệp có thể được xác định dựa vào giá trị thị trường vốn chủ sở hữu nhưng cách thức thực hiện phức tạp hơn [4].

Cho dù có nhiều cách tiếp cận nhưng có thể thấy có 2 cách phổ biến: (1) theo cách tiếp cận trực tiếp hay còn gọi là phương pháp chiết khấu dòng tiền, theo đó giá trị doanh nghiệp được ước tính qua giá trị nội tại (fundamental value/ intrinsic value), sự tăng trưởng lợi nhuận và rủi ro (thể hiện qua chi phí sử dụng vốn) của nó; (2) theo cách tiếp cận gián tiếp hay còn gọi là phương pháp phi dòng tiền, giá trị doanh nghiệp được ước tính bằng cách sử dụng một biến chung dựa trên giá trị thanh lý hoặc chi phí thay thế.

Với 2 cách tiếp cận phổ biến trên có 4 phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp: phương pháp chiết khấu dòng tiền, phương pháp giá trị tương đối, phương pháp giá trị kế toán và phương pháp giá trị dự phòng. Trong đó, phương pháp giá trị tương đối dựa trên các chỉ số tài chính tổng hợp từ dữ liệu tài chính và các thông số thị trường. Đây là phương pháp phổ biến trong xác định giá trị DN do thể hiện được hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của DN.

2. Phương pháp giá trị tương đối

Theo phương pháp này, giá trị doanh nghiệp được chuẩn hóa bằng biến chung liên quan đến lợi nhuận, hoặc giá trị sổ sách hoặc giá trị thay thế của tài sản, doanh thu hoặc dòng tiền,...

* *Biến chung lợi nhuận*: là một trong những biến số quan trọng để xác định giá trị doanh nghiệp, bởi khi mua cổ phiếu người ta thường nhìn vào giá cổ phiếu, được thể hiện qua biến chung là lãi trên cổ phiếu (EPS) do công ty tạo ra. Trong các nghiên cứu thực nghiệm, biến chung lợi nhuận được thể hiện qua các tỷ số như tỷ số giá (tỷ số P/E), tỷ số giá - thu nhập - tăng trưởng (tỷ số PEG), tỷ số giá trên dòng tiền (tỷ số P/CF), tỷ số EV/EBITDA,...

- Tỷ số giá (Tỷ số P/E): là tỷ số giữa giá trị thị trường trên cổ phiếu chia cho lãi trên cổ phiếu.

$$\frac{\text{Tỷ số P/E}}{\text{P/E}} = \frac{\text{Giá thị trường trên cổ phiếu}}{\text{Lãi trên cổ phiếu}}$$

Trong đó: Giá cổ phiếu có thể là giá tại thời điểm phân tích nhưng cũng có thể sử dụng giá cổ phiếu bình quân. Lãi trên cổ phiếu năm hiện tại là chỉ tiêu được sử dụng rộng rãi nhất nhưng cũng có một số nhà phân tích sử dụng lãi trên cổ phiếu của năm trước hoặc dự báo lãi trên cổ phiếu, và lãi trên cổ phiếu có thể là lãi cơ bản trên cổ phiếu hoặc lãi suy giảm trên cổ phiếu.

- Tỷ số PEG: là tỷ số P/E chia cho tốc độ tăng trưởng kỳ vọng

$$\text{Tỷ số PEG} = \frac{\text{Tỷ số PE}}{\text{Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng}}$$

Trường hợp công ty tăng trưởng nhanh trong giai đoạn đầu và sau đó đạt trạng thái tăng trưởng ổn định thì tỷ số PEG được xác định như sau:

$$\text{Tỷ số PEG} = \frac{\text{DPR} \times (1 + g) \times \left[1 - \frac{(1 + g)^{t+1}}{(1 + k_{Ehg})^{t+1}} \right]}{g(k_{Ehg} - g)} + \frac{\text{DPR}_n \times (1 + g)^{t+1} \times (1 + g_n)}{g \times (k_{Est} - g_n) \times (1 + k_{Ehg})^{t+1}}$$

Trong đó: g là tốc độ tăng trưởng lợi nhuận năm thứ nhất; gn là tốc độ tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn phát triển ổn định; kEhg là chi phí vốn chủ sở hữu giai đoạn phát triển nhanh; kEhg là chi phí vốn chủ sở hữu giai đoạn phát triển ổn định.

- Tỷ số giá trên dòng tiền (tỷ số P/CF): là tỷ số giữa giá trị thị trường trên cổ phiếu chia cho dòng tiền thuần trên cổ phiếu. Tỷ số này đặc biệt hữu ích để xác định giá trị doanh nghiệp của những công ty có dòng tiền tự do dương nhưng không sinh lãi vì chi phí phi tiền mặt lớn.

$$\text{Tỷ số P/CF} = \frac{\text{Giá thị trường trên cổ phiếu}}{\text{Dòng tiền thuần trên cổ phiếu}}$$

* *Biến chung giá trị sổ sách và giá trị thay thế*: Giá trị sổ sách kế toán chịu ảnh hưởng bởi các nguyên tắc và thước đo kế toán như nguyên tắc giá phí lịch sử, phương pháp khấu hao tài sản cố định nên các nhà đầu tư thường xem mối quan hệ giữa giá mà họ trả cho một cổ phiếu và giá trị sổ sách của tổng tài sản (còn gọi là tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách_ Tỷ số P/B) như là thước đo đánh giá giá cổ phiếu (giá trị doanh nghiệp). Tỷ số giá trên giá trị sổ sách (Tỷ số P/B) thường được xác định bằng cách chia giá thị trường trên cổ phiếu cho giá trị sổ sách trên cổ phiếu.

$$\text{Tỷ số P/B} = \frac{\text{Giá thị trường trên cổ phiếu}}{\text{Giá trị sổ sách trên cổ phiếu}}$$

* *Biến chung doanh thu:* So với giá trị sổ sách và lợi nhuận thì doanh thu ít bị ảnh hưởng bởi các nguyên tắc và phương pháp kế toán hơn. Bên cạnh đó, có thể dễ dàng so sánh doanh thu các công ty giữa các ngành khác nhau cũng như so sánh với các công ty còn non trẻ có sự hạn chế về lợi nhuận. Do vậy, doanh thu có thể là biến biến chung đáng tin cậy cho giá trị doanh nghiệp. Tỷ số giá trên doanh thu (Tỷ số P/S) thường được sử dụng như là biến đại diện cho giá trị doanh nghiệp.

$$\text{Tỷ số P/S} = \frac{\text{Giá thị trường}}{\text{Doanh thu}}$$

Nếu xem tỷ số P/S là một hàm của biên lợi nhuận ròng (NMP), tỷ lệ chi trả cổ tức (DPR), tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận (g_n), và rủi ro (thể hiện qua chi phí vốn chủ sở hữu k_E) thì tỷ số P/S được xác định như sau:

$$\text{Tỷ số P/S}_t = \frac{NMP_t \times DPR \times (1 + g_n)}{k_E - g_n}$$

Trong đó: $NMP_t = EPS_{t-1} / \text{Doanh thu trên cổ phiếu}$.

Trường hợp công ty tăng trưởng nhanh trong giai đoạn đầu và sau đó đạt trạng thái tăng trưởng ổn định thì tỷ số P/S được xác định như sau:

$$\text{Tỷ số } P/S = NMP \times \left[\frac{DPR \times (1+g) \times \left[1 - \frac{(1+g)^{t+1}}{(1+k_E g)^{t+1}} \right]}{k_E g - g} + \frac{DPR_n \times (1+g)^{t+1} \times (1+g_n)}{(k_E g - g_n) \times (1+k_E g)^{t+1}} \right]$$

Trong đó: DPR là tỷ lệ chi trả cổ tức cho giai đoạn phát triển cao; DPR_n là tỷ lệ chi trả cổ tức cho giai đoạn phát triển ổn định.

* *Biến chung giá trị thị trường:* Đối với hầu hết các phân tích, tỷ số giá trị doanh nghiệp trên EBITDA (tỷ số EV/EBITDA) là biến chung giá trị thị trường tốt nhất để so sánh giá trị doanh nghiệp giữa các công ty bởi nó khắc phục được các hạn chế của phương pháp P/E như ảnh hưởng của cấu trúc vốn, phương pháp kế toán và ít công ty có EBITDA âm.

$$\text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu} - \text{Giá trị thị trường nợ phải trả}$$

$$\text{Tỷ số EV/EBITDA} = \frac{\text{Tiền mặt}}{\text{EBITDA}}$$

Hoặc tỷ số EV/EBITDA có thể được suy ra từ mô hình chiết khấu dòng tiền như sau:

$$\text{Tỷ số EV/EBITDA} = \frac{(1-t) - \frac{DA}{EBITDA} \times (1-t) - \frac{(I - DA \times NWC)}{EBITDA}}{k_E - g}$$

Trong đó: $(I - DA \times NWC)$ là sự tái đầu tư.

Theo công thức trên, có 5 nhân tố ảnh hưởng đến tỷ số EV/EBITDA, gồm:

- (1) Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp: Nếu các yếu tố khác không đổi, những công ty có thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn thì tỷ số EV/EBITDA sẽ cao hơn và ngược lại.
- (2) Khấu hao tài sản cố định vô hình và hữu hình: Nếu các yếu tố khác không đổi, công ty có khấu hao tài sản cố định chiếm phần lớn trong EBITDA thì tỷ số EV/EBITDA sẽ càng thấp và ngược lại.
- (3) Sự tái đầu tư: Nếu các yếu tố khác không đổi, công ty có nhu cầu tái đầu tư càng lớn thì tỷ số EV/EBITDA sẽ càng thấp và ngược lại.
- (4) Chi phí vốn: Nếu các yếu tố khác không đổi, công ty có chi phí vốn càng thấp thì tỷ số EV/EBITDA sẽ càng cao và ngược lại.
- (5) Sự tăng trưởng kỳ vọng: Nếu các yếu tố khác không đổi, công ty có mức tăng trưởng kỳ vọng càng cao thì tỷ số EV/EBITDA sẽ càng cao và ngược lại.

Tỷ số EV/EBITDA có thể khó ước tính cho các công ty có nắm giữ chéo, gồm nắm giữ đa số và nắm giữ thiểu số. Khi nắm giữ là nắm giữ thiểu số, lợi nhuận từ việc nắm giữ (hay còn gọi là lợi ích cổ đông thiểu số) sẽ không được phản ánh trên báo cáo tài chính và giá trị nắm giữ sẽ không được thể hiện trên phần vốn chủ sở hữu của công ty đó, nghĩa là cả EBITDA và giá trị thị trường sẽ không thể hiện phần lợi ích này. Kết quả là tỷ số EV/EBITDA của những công ty này sẽ tăng lên, dẫn đến giá trị doanh nghiệp bị định giá quá cao. Khi nắm giữ là nắm giữ đa số thì EBITDA bao gồm 100% EBITDA của phần nắm

giữ đa số đó, nhưng tử số chỉ phản ánh phần nắm giữ thuộc sở hữu công ty. Do đó, tỷ số EV/EBITDA sẽ quá thấp, dẫn đến giá trị doanh nghiệp bị định giá thấp.

Với các cách đo lường trên, phương pháp giá trị tương đối được thực hiện với ít giả định ngầm hơn so với phương pháp chiết khấu dòng tiền. Việc tính toán tương đối đơn giản, dễ dàng hơn so với phương pháp chiết khấu dòng tiền. Phương pháp giá trị tương đối có khả năng phản ánh tốt hiệu ứng hiện tại của thị trường, vì đó là một nỗ lực để đo lường giá trị tương đối chứ không phải là giá trị nội tại và mang lại giá trị ước tính gần với giá thị trường hơn so với phương pháp chiết khấu dòng tiền. Tuy nhiên, việc sử dụng giá trị chuẩn hóa có thể dẫn đến các ước tính không nhất quán về giá trị doanh nghiệp, trong đó các biến số chính như khả năng tạo ra dòng tiền, sự tăng trưởng và rủi ro (hông qua chi phí vốn chủ sở hữu) bị bỏ qua. Mặt khác, biến chung phản ánh hiệu ứng của thị trường cũng cho thấy việc sử dụng phương pháp giá trị tương đối để ước tính giá trị của công ty có thể dẫn đến giá trị quá cao hoặc quá thấp khi thị trường đánh giá quá cao hoặc quá thấp các công ty này.

3. Vận dụng phương pháp giá trị tương đối để xác định giá trị các Công ty niêm yết

Từ mẫu dữ liệu ban đầu bao gồm tất cả các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, gồm Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong năm 2019, mẫu dữ liệu cuối cùng gồm 132 công ty. Để đủ điều kiện cho mẫu cuối cùng, công ty niêm yết phải đáp ứng các tiêu chí: (i) Không thuộc các ngành tài chính, ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm bởi vì bản chất hoạt động kinh doanh khác nhau và quy định về lập và trình bày báo cáo tài chính của các công ty thuộc những ngành này không hoàn toàn đồng nhất với các công ty thuộc các ngành còn lại trong toàn bộ mẫu; (ii) Niên độ kế toán theo năm tài chính, nghĩa là bắt đầu vào ngày 1/1 và kết thúc vào ngày 31/12 hàng năm; do vậy, các công ty thuộc phân ngành sản xuất đường và bánh kẹo sẽ không bao gồm mẫu nghiên cứu; (iii) Dự báo lợi nhuận của nhà phân tích phải dương và dự báo lợi nhuận năm sau phải lớn hơn năm trước; (iv) Chi phí vốn

chủ sở hữu ước tính phải cao hơn tăng trưởng lợi nhuận; (v) Dữ liệu yêu cầu có sẵn để thu thập được. (Bảng 1)

Bảng 1. Số lượng mẫu nghiên cứu theo ngành

STT	Phân ngành	Số lượng
1	Công nghiệp	45
2	Công nghệ thông tin	6
3	Dầu khí	2
4	Dược phẩm và y tế	3
5	Dịch vụ Tiêu dùng	10
6	Hàng tiêu dùng	29
7	Nguyên vật liệu	22
8	Tiện ích cộng đồng	15
Tổng cộng		132

Để xác định giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết tại Việt Nam, tác giả thu thập dữ liệu từ nhiều nguồn khác nhau như bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả kinh doanh và thuyết minh báo cáo tài chính trong báo cáo tài chính, những dữ liệu không có sẵn trên báo cáo tài chính, ví dụ như thông tin về giá cổ phiếu, thông tin về cổ tức do Fin Pro cung cấp cho tác giả.

Dự báo lợi nhuận của nhà phân tích đóng vai trò quan trọng trong quá trình xác định giá trị doanh nghiệp bởi kết quả dự báo có tác động trực tiếp đến việc ước tính chi phí vốn chủ sở hữu, từ đó, ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Dự báo lợi nhuận của nhà phân tích thường được cung cấp bởi các đơn vị cung cấp dữ liệu như I/B/E/S, COMPUSTAT,... Tuy nhiên, dữ liệu này thường không có sẵn đối với các công ty có quy mô nhỏ và vừa, các công ty đang gặp khó khăn về tài chính hoặc các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển như Việt Nam. Do vậy, nhà phân tích (người định giá) gần như không còn sự lựa chọn nào khác là phải tự ước tính nhuận. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây cho thấy có 2 cách để ước tính lợi nhuận là phương pháp dự báo chuỗi thời gian và phương pháp hồi quy dữ liệu chéo, trong đó, phương pháp hồi quy dữ liệu chéo có thể giải thích một phần lớn sự thay đổi trong lợi

nhuận kỳ vọng giữa các công ty và là biến đại diện tốt hơn cho kỳ vọng của thị trường về lợi nhuận tương lai [5]. Tuy nhiên, theo khảo sát sơ bộ của tác giả, thời gian niêm yết của một số công ty chưa đủ dài để có thể thực hiện các phương pháp nêu trên. Do vậy, tác giả ước tính tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng thời gian 6 năm (từ năm 2014 đến năm 2019) để xác định lợi nhuận dự báo của nhà phân tích. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận được tạo ra bởi sự tái đầu tư một phần lợi nhuận để mở rộng sản xuất - kinh doanh và có mối quan hệ tỷ lệ thuận với ROE.

Tác giả sẽ thực hiện một số điều chỉnh trên báo cáo tài chính để tập trung vào lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi của công ty. Đó là những khoản lợi nhuận mang tính chất không thường xuyên (ví dụ như lợi nhuận/lỗ từ thanh lý, nhượng bán tài sản cố định, phạt vi phạm hợp đồng) sẽ được loại khỏi báo cáo kết quả kinh doanh khi tính toán và dự báo lợi nhuận.

Kết quả Bảng 2 cho thấy, tăng trưởng lợi nhuận bình quân giai đoạn 2014 - 2019 của các công ty niêm yết chưa cao, ở mức 0,109 (tương ứng với 10,9%), thấp nhất là 0,004 (tương ứng với 0,4%) và cao nhất là 0,336 (tương ứng với 33,6%). Kết quả này cho thấy có sự phân hóa rõ ràng về tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ kết quả tăng trưởng lợi nhuận bình quân, tác giả dự báo FEPS cho 2 năm 2020 và 2021, FEPS bình quân lần lượt là 23.334,25 (đồng) và 27.396,810 (đồng).

Theo Bảng 3 chi phí vốn chủ sở hữu bình quân của các công ty trong mẫu nghiên cứu là 0,247 (tương ứng với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng mà nhà

đầu tư có thể nhận được 24,7%; trong đó, ngành Dầu khí, Dược phẩm và Y tế có chi phí vốn chủ sở hữu (hay tỷ suất sinh lời kỳ vọng) ở ngưỡng cao, lần lượt là 0,599 và 0,290.

Bảng 4 trình bày kết quả xác định giá trị doanh nghiệp của các công ty theo phương pháp giá trị tương đối, cụ thể là Tobin's Q, tỷ số P/B và tỷ số P/E sau khi đã xác định được tăng trưởng lợi nhuận và chi phí vốn chủ sở hữu.

Tỷ số P/B bình quân là 2,182 có nghĩa là, giá cổ phiếu của các công ty cao hơn giá trị sổ sách là 2,182 lần, cao nhất gấp 35,937 lần và thấp nhất gấp 0,002 lần giá trị sổ sách. Chi tiết hóa theo ngành, tỷ số P/B của ngành công nghiệp, hàng tiêu dùng, dịch vụ tiêu dùng, công nghệ thông tin là cao nhất (3,259; 2,735; 1,900 và 1,621). (Bảng 5)

Tỷ số P/E bình quân là 6,061; nghĩa là, nhà đầu tư chấp nhận bỏ ra bình quân 6,061 đồng để có được 1 đồng lợi nhuận, trong đó mức chấp nhận cao nhất và thấp nhất của nhà đầu tư lần lượt là 127,129 đồng và 0,105 đồng. Chi tiết hóa theo ngành, ngành công nghiệp, hàng tiêu dùng, dịch vụ tiêu dùng, công nghệ thông tin là những ngành có tỷ số P/E cao.

Tobin's Q bình quân là 1,194 có nghĩa là, bình quân giá thị trường cao gấp 1,194 lần giá trị sổ sách của các công ty, cao nhất gấp 10,551 lần và thấp nhất gấp 0,11 lần. Chi tiết theo từng ngành cho thấy, Tobin's Q cao nhất thuộc về ngành dầu khí, nguyên vật liệu và dược phẩm và y tế.

4. Kết luận

Kết quả cho thấy, giá trị doanh nghiệp của các công ty trong thời kỳ nghiên cứu chưa cao, tỷ số P/E bình quân bằng 6,061, tỷ số P/B bình quân bằng

Bảng 2. Kết quả dự báo lợi nhuận 2 năm 2020-2021

STT	Chỉ tiêu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
1	Tăng trưởng lợi nhuận (gn)	0.109	0.07	0.004	0.336
2	Lãi trên cổ phiếu (EPS) năm 2019 (đồng)	19.936,8	39.203,01	44,270	285.528,700
3	Lãi trên cổ phiếu kỳ vọng (FEPS) năm 2020 [= (1)*(2)]	23.334,25	46.797,39	44,470	336.462,600
4	Lãi trên cổ phiếu kỳ vọng (FEPS) năm 2021 [= (1)*(3)]	27.396,810	56.102,590	44,670	396.482,300
5	Chênh lệch lãi trên cổ phiếu kỳ vọng ΔFEPS [= (4)-(3)]	4.062,564	9.656,645	0,200	63.341,380

Bảng 3. Lợi nhuận theo ngành và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Phân ngành	g_n	ROE_n	FEPS năm 2020	FEPS năm 2021	P năm 2019	k_E
Công nghiệp	0,098	0,120	17.905,458	20.844,420	19.710,030	0,217
Công nghệ thông tin	0,095	0,113	3.721,226	4.267,678	11.990,175	0,157
Dầu khí	0,115	0,134	113.903,110	127.138,160	44.580,733	0,599
Dược phẩm và Y tế	0,151	0,184	47.133,884	57.546,691	51.720,344	0,290
Dịch vụ Tiêu dùng	0,091	0,113	11.509,075	13.662,452	23.479,079	0,101
Hàng tiêu dùng	0,141	0,177	42.907,037	51.366,107	45.669,796	0,134
Nguyên vật liệu	0,083	0,990	8.508,730	9.706,823	16.063,449	0,135
Tiện ích cộng đồng	0,127	0,160	22.416,899	25.737,766	22.132,810	0,139
Bình quân	-	-	23.334,25	27.396,81	-	0,247

Bảng 4. Tổng hợp giá trị doanh nghiệp

Chỉ tiêu	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tỷ số P/B	2,182	4,987	0,002	35,937
Tỷ số P/E	6,061	14,226	0,105	127,129
Tobin's Q	1,194	1,288	0,110	10,551

Bảng 5. Tổng hợp giá trị doanh nghiệp theo ngành

Phân ngành	Tỷ số P/B	Tỷ số P/E	Tobin's Q
Công nghiệp	3,259	10,200	0,933
Công nghệ thông tin	1,621	3,246	0,556
Dầu khí	0,095	0,355	2,102
Dược phẩm và y tế	0,905	2,246	1,602
Dịch vụ tiêu dùng	1,900	5,357	1,020
Hàng tiêu dùng	2,735	6,052	1,874
Nguyên vật liệu	0,828	1,947	0,844
Tiện ích cộng đồng	0,816	2,816	1,349

2,182, Tobin's Q bình quân bằng 1,194. Khi chi tiết theo từng ngành, phương pháp tỷ số P/E và phương pháp tỷ số P/B cho kết quả thứ tự về độ lớn giá trị DN tương tự nhau và có sự chênh lệch so với Tobin's Q. Nguyên nhân là do phương pháp tỷ số

P/E và phương pháp tỷ số P/B dựa trên dự báo thu nhập trong tương lai còn Tobin's Q dựa vào thông tin quá khứ. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy hiệu quả hoạt động, các yếu tố thuộc quản trị công ty có ảnh hưởng lớn đến giá trị doanh nghiệp. Tăng cường kiểm soát nội bộ, nâng cao chất lượng quản trị và có các giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động sẽ góp phần làm tăng giá trị của doanh nghiệp.

Xác định giá trị doanh nghiệp cung cấp thông tin cho việc ra các quyết định về tài chính, đầu tư và phân chia lợi nhuận của công ty, cũng như các quyết định tài trợ vốn. Phương pháp giá trị tương đối

được sử dụng phổ biến bởi kết quả gắn với các thông số thị trường, ít các giả định, khắc phục được sự hạn chế về dữ liệu nghiên cứu và đặc biệt là mức độ chính xác tương đối cao hơn so với các phương pháp khác ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Bộ Tài chính. (2005), *Quyết định số 77/2005/QĐ-BTC Về việc ban hành 03 tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam (đợt 2)*.
2. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (fifth edition ed., pp. 3-102). USA: John Wiley & Sons, Inc.
3. Lundholm, R., & O'Keefe, T. (2001). Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model*. *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 311-335.
4. Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419-438.
5. Hou, K., van Dijk, M. A., & Zhang, Y. (2012). The implied cost of capital: A new approach. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 504-526.

Ngày nhận bài: 6/3/2021

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 6/4/2021

Ngày chấp nhận đăng bài: 26/4/2021

Thông tin tác giả:

PGS.TS. HOÀNG TÙNG

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

**USING THE RELATIVE-VALUE METHOD
TO DETERMINE THE ENTERPRISE VALUE
OF LISTED COMPANIES IN VIETNAM**

● Assoc.Prof. Ph.D **HOANG TUNG**

University of Economics, Da Nang University

ABSTRACT:

This paper presents and analyzes methods to determine enterprise value. The paper focuses on the relative-value method, or the use of financial indicators built from financial data of enterprises and market indicators to evaluate the enterprise value. As the enterprise owners, managers and related stakeholders need information about the enterprise value, this paper utilizes the relative-value method to assess the enterprise value of listed companies in Vietnam's stock market. This paper provides information about the enterprise value which is assessed by using the relative-value method and it serves as the foundation to compare with results of different methods.

Keywords: enterprise value, measure, financial indicators, equity, income.