

Ước tính chi phí phá sản trong thẩm định giá trị doanh nghiệp

TS. HAY SINH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Trong cách tiếp cận dòng tiền chiết khấu, phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh (APV) có cách tiếp cận mới hơn khi giá trị doanh nghiệp được xác định bằng cách cộng giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy tài chính với hiện giá tác động biên của nợ vay, trong đó có việc ước tính độc lập xác suất phá sản và chi phí phá sản công ty. Tại VN, trong quá trình vận dụng phương pháp này, thẩm định viên (TĐV) thường gặp nhiều khó khăn trong việc ước tính xác suất phá sản và chi phí phá sản của doanh nghiệp dẫn đến phương pháp APV ít được sử dụng. Trong bài nghiên cứu trước (Tập chí *Phát triển và Hội nhập*, số 08, tháng 01-02/2013), tác giả đã trình bày cách ước tính xác suất phá sản, bài nghiên cứu này tiếp tục trình bày các phương pháp xác định, đúc kết một số kết quả nghiên cứu về chi phí phá sản đã được sử dụng trên thế giới và có thể vận dụng tại VN, đồng thời vận dụng một số phương pháp vừa trình bày để ước tính chi phí phá sản của Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa (Mã PHR).

Từ khóa: *Chi phí phá sản, chi phí phá sản trực tiếp, chi phí phá sản gián tiếp, phương pháp APV, thẩm định giá trị doanh nghiệp.*

1. Giới thiệu

Khi một doanh nghiệp tiến hành vay một khoản nợ, lợi ích đầu tiên doanh nghiệp nhận được là lá chắn thuế của lãi vay vì doanh nghiệp được trừ lãi vay phải trả trước khi ước tính thu nhập chịu thuế và thu nhập tính thuế để xác định thuế thu nhập doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp có đòn cân nợ cao thì cũng tiềm ẩn rủi ro về nguy cơ phá sản khi doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả. Trong thẩm định giá trị doanh nghiệp, lợi ích của lá chắn thuế được thể hiện trong chi phí nợ vay sau thuế và 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 cao hơn. Như vậy, cả lợi ích và cái giá

phải trả khi đi vay đều được thể hiện trong chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền. Mặc dù xếp hạng tín nhiệm, chi phí phá sản, xác suất phá sản cao hay thấp đều có ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp nhưng thông thường, trong các phương pháp thuộc cách tiếp cận dòng tiền, các tham số này chưa được ước tính như một tham số độc lập mà thường được thể hiện trong tỷ suất chiết khấu. Phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh (APV) đã có cách tiếp cận mới hơn khi tách tác động biên của nợ vay và ước tính các tham số này như một tham số độc lập. Về ý tưởng, APV tỏ ra khá hiệu quả, nhưng tại VN, phương pháp này vẫn chưa được TĐV quan tâm vì vướng phải

nhiều khó khăn trong việc ước tính các tham số độc lập. Từ thực tế trên, tác giả tiến hành nghiên cứu các phương pháp ước tính nhằm tháo gỡ các khó khăn hiện tại và giới hạn của nghiên cứu này dừng lại ở việc ước tính chi phí phá sản trong hoạt động thẩm định giá trị doanh nghiệp tại VN hiện nay.

2. Phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh

Ý tưởng của phương pháp giá trị hiện tại có điều chỉnh (Adjusted Present Value – APV) bắt đầu với giá trị công ty không có nợ vay (không có đòn bẩy tài chính). 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 bỏ ra khi đi

vay. Để thực hiện việc này, TĐV phải có sự giả định, lợi ích quan trọng nhất của vốn vay là lợi ích thuế (lá chắn thuế của lãi vay), và cái giá lớn nhất của vốn đi vay là rủi ro vỡ nợ - rủi ro tăng thêm của việc phá sản. Vì vậy phương pháp APV ước tính giá trị công ty qua ba bước:

Bước 1: Ước tính giá trị công ty không sử dụng nợ vay.

Bước 2: Ước tính giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhận được từ việc đi vay một số tiền cụ thể.

Bước 3: Đánh giá tác động của việc đi vay số tiền nói trên với xác suất phá sản và chi phí dự tính của việc phá sản.

Giá trị doanh nghiệp = Giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ vay + Lợi ích thuế từ việc đi vay + Giá trị hiện tại của chi phí phá sản dự tính. Trong đó:

Giá trị hiện tại của chi phí phá sản dự tính = $\pi a * BC$

πa : Xác suất vỡ nợ sau khi cộng thêm nợ bổ sung

BC : Giá trị hiện tại của chi phí phá sản

Kế thừa bài viết “Ước tính xác suất phá sản trong thẩm định giá trị doanh nghiệp” (được trình bày để ước tính πa), Phạm vi nghiên cứu của bài viết này là ước tính chi phí phá sản (ước tính BC) nhằm xây dựng cơ sở để TĐV ước tính giá trị hiện tại của chi phí phá sản dự tính khi sử dụng phương pháp APV.

3. Chi phí phá sản

Theo Wruck (1990), chi phí phá sản gồm hai biến:

Chi phí phá sản trực tiếp: bao gồm các chi phí về mặt pháp lý, hành chính, thanh toán lệ phí tư vấn,... của công ty.

Chi phí phá sản gián tiếp: được xem như là chi phí cơ hội đối với doanh nghiệp vì ảnh hưởng của



khủng hoảng đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Đó có thể là chi phí làm giảm cầu đối với sản phẩm của công ty và làm tăng chi phí sản xuất; chi phí cơ hội khi doanh nghiệp không sản xuất để giải quyết khoảng trống về tài chính của doanh nghiệp.

Theo Weiss (1990), CPPS của một doanh nghiệp cũng bao gồm hai phần, CPPS trực tiếp và CPPS gián tiếp

Chi phí phá sản trực tiếp: bao gồm các chi phí như 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 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 (ví dụ 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 một 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 hổng của công ty với các đối thủ cạnh tranh.

3.1. Chi phí phá sản trực tiếp

Theo Weiss (1990), nghiên cứu tính toán dựa trên 3 trường hợp để đánh giá độ lớn của chi phí phá sản trực tiếp, cụ thể: (1) giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu; (2) Tổng giá trị sổ sách của nợ với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu; và (3) giá trị sổ sách của tổng tài sản. 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% đến 7,0%).

Theo Warner (1977), trong nghiên cứu về các trường hợp phá

sản của ngành đường sắt, kết quả cho thấy chi phí phá sản trực tiếp vào khoảng 5% so với giá trị công ty.

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

3.2. Chi phí phá sản gián tiếp

Theo Gurmeet Singh Bhabra và Yuan Yao (2011)¹, 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, CPPS 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 (chi phí cơ hội: 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); và (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 làm giảm rủi ro cho họ; (4) Trong khủng hoảng, sự sợ hãi dư thừa 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. Có nhiều nhân tố tác động đến CPPS gián tiếp của doanh nghiệp, bao gồm: cấu trúc vốn của doanh nghiệp, mức độ cạnh tranh, lợi nhuận, tính thanh khoản và quy mô doanh nghiệp,...

Theo Altman, 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 CPPS gián tiếp sẽ được TĐV thực hiện trình tự bốn bước:

Bước 1: Ước tính hệ số tương quan giữa doanh thu công ty cần TĐG và doanh thu trung bình ngành, trong giai đoạn 10 năm trước năm dự báo (forecast year):

$$S_{it} = a + b * S_{lt} \quad (1)$$

$t = 10$ năm

S_{it} : Doanh thu của công ty.

S_{lt} : Doanh thu trung bình ngành.

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

$$S_{it}^* = a + b * S_{lt} \quad (2)$$

S_{it}^* : Doanh thu dự kiến của công ty.

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 tỷ suất lợi nhuận bình quân (The average profit margin) trên doanh thu trong giai đoạn 10 năm (PM) cho doanh thu dự kiến của công ty (S_{it}^*)

$$P_{it}^e = S_{it}^* * PM$$

P_{it}^e : Lợi nhuận dự kiến của công ty.

PM : Tỷ 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 03) với lợi nhuận thực tế mà công ty nhận được.

$$\Delta P_{it} = P_{it} - P_{it}^e$$

ΔP_{it} : Mức chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận dự kiến.

Với mỗi quan tâm chính là kiểm tra các bằng chứng gần đây về chi phí phá sản gián tiếp, Gurmeet Singh Bhabra và Yuan Yao đã bắt đầu với danh sách 572 thương vụ từ nguồn dữ liệu phá sản của Altman, được duy trì tại Đại học New York, và chỉ giữ lại các công ty bị phá sản trong giai đoạn 1997 – 2004. Cuối cùng, hai nhà nghiên cứu chọn được 62 công ty có đầy đủ cơ sở dữ liệu để tiến hành phân tích. Ở một khía cạnh chung, đối với một mẫu đầy đủ, chi phí gián tiếp bình quân là một số được thể hiện dưới dạng phần trăm so với giá trị doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu là 2%; 6,21%; 14,95% tương ứng với các năm t-3; t-2; t-1 so với năm phá sản công bố. Chi phí phá sản gián tiếp và tổng chi phí phá sản (bao gồm chi phí phá sản gián tiếp và trực tiếp) trong điều kiện tuyệt đối và tương đối trong các năm tương ứng t-3; t-2; t-1 trước năm phá sản được công bố cũng được Gurmeet Singh Bhabra và Yuan Yao ước tính. Kết quả được trình bày trong Bảng 1.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu thực tế của Wruck và Altman cũng cho kết quả tương đương. Kết quả nghiên cứu của Altman (1984) cho thấy chi phí phá sản gián tiếp vào khoảng 8-10% giá trị công ty tại thời điểm xảy ra khủng hoảng. Còn theo Wruck (1990), việc ước tính CPPS gián tiếp ít đáng tin cậy hơn nhưng bằng chứng thực tiễn cho thấy chúng nằm trong phạm vi từ 9% đến 15% giá trị thị trường.

¹ Bhabra and Yuan Yao, 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), 39-68.

Bảng 1. Chi phí phá sản gián tiếp trong ba năm trước năm công bố phá sản

	t-3	t-2	t-1
Consumer Products	0,03% (4,58%)	10,83% (6,77%)	13,78% (11,11%)
Financial	4,51% (-0,41%)	5,72% (4,82%)	12,80% (15,17%)
Manufacturing	2,54% (2,41%)	3,00% (2,91%)	8,97% (10,24%)
Retail	6,27% (4,81%)	15,19% (10,26%)	22,99% (14,11%)
Services	6,27% (4,81%)	15,19% (10,26%)	22,99% (14,11%)
Technology	0,42% (0,99%)	3,02% (5,14%)	27,04% (26,17%)
Transportation	-3,79% (-10,50%)	3,39% (5,14%)	11,72% (11,63%)
Overall	2,00% (1,79%)	6,21% (5,11%)	14,95% (12,83%)

Nguồn: Bhabra, G.S and Yuan Yao., 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), pp56.

Bảng 2. Tổng chi phí phá sản bình quân so với giá trị công ty

	Năm trước phá sản			
	3	2	1	0
CPPS trực tiếp / Tổng giá trị công ty	4,3%	4,6%	4,6%	6,2%
CPPS gián tiếp / Tổng giá trị công ty	8,1%	7,1%	6,6%	10,5%
Tổng CPPS / Tổng giá trị công ty	12,4%	11,7%	11,2%	16,7%

Nguồn: Sebastian Ootjers BSc, 2007. *Adjusted Present Value: A study on the properties, functioning and applicability of the adjusted present value company valuation model*. Master thesis. University of Twente, pp38

3.3. Tổng chi phí phá sản

Theo Alman (1984), ông đã nghiên cứu 18 công ty trong 3 năm trước khi các công ty này phá sản để xác định tổng chi phí phá sản của từng doanh nghiệp trong từng năm. Kết quả nghiên cứu cho thấy tổng chi phí phá sản bình quân tương ứng 12,4% giá trị công ty ba năm trước khi phá sản và 16,7% giá trị công ty tại năm phá sản, cụ thể:

Theo Andrade & Kaplan (1998), Sau khi nghiên cứu các công ty đã phá sản, kết quả cho thấy chi phí phá sản trung bình dao động từ 10% - 20% giá trị của công ty một năm trước khi công ty phá sản và chi phí này không vượt quá 25% giá trị công ty một năm trước khi

phá sản.

Như vậy, hầu hết các nghiên cứu đều cho rằng CPPS bao gồm CPPS trực tiếp và CPPS gián tiếp. Kết quả các nghiên cứu đều cho thấy CPPS trực tiếp khá thấp, từ 3-5% tổng giá trị sổ sách của nợ với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu tại năm xảy ra phá sản, trong khi CPPS gián tiếp có kết quả ước tính từ 7-15%. Đây là một cơ sở quan trọng để TĐV tham khảo trong quá trình ước tính CPPS tại VN.

4. Vận dụng vào trường hợp PHR

Hiện nay, khi ước tính chi phí phá sản của doanh nghiệp, TĐV có thể ước tính trên hai cách tiếp cận.
(1) Ước tính độc lập chi phí phá

sản trực tiếp và gián tiếp, theo đó, CPPS trực tiếp do chưa có những nghiên cứu có thể vận dụng được tại VN nên trong điều kiện hạn chế như hiện nay, việc kế thừa các kết quả trước đây là có thể chấp nhận được, CPPS gián tiếp sẽ được TĐV ước tính theo công thức được dẫn ở mục 3.2; và (2) TĐV sẽ ước tính CPPS (bao gồm cả CPPS trực tiếp và CPPS gián tiếp) trên giá trị công ty không sử dụng nợ vay hoặc trên giá trị sổ sách của tổng tài sản (dao động từ 10% đến 25%), theo đó, nếu vận dụng cách tiếp cận này, TĐV cũng chỉ dừng lại ở việc kế thừa các kết quả trước đây. Với kết quả của các nghiên cứu về CPPS trực tiếp đều đưa ra một kết quả gần như tương đồng nên theo quan điểm của tác giả, khi ước tính CPPS, TĐV nên ước tính độc lập CPPS trực tiếp và gián tiếp theo cách tiếp cận thứ nhất.

Bước 1: Ước tính CPPS trực tiếp

Như đã phân tích, TĐV sẽ kế thừa các kết quả nghiên cứu trước đây để xác định CPPS trực tiếp. Một điều cần lưu ý khi kế thừa các nghiên cứu về CPPS trực tiếp là các nghiên cứu đều thực hiện ở các năm $t = -3; -2; -1$ trước năm phá sản, trong khi doanh nghiệp cần TĐG nếu đang hoạt động bình thường, không nằm trong tình trạng kiệt quệ tài chính thì việc kế thừa các nghiên cứu này sẽ dẫn đến việc ước tính CPPS trực tiếp cao tương đối, do đó, trong trường hợp này, TĐV cần nghiên cứu kỹ tình hình tài chính doanh nghiệp để đưa ra số liệu hợp lý nhất.

Bước 2: Ước tính CPPS gián tiếp

Tác giả lựa chọn tám (08) công ty thuộc ngành cao su đã niêm yết trên thị trường chứng khoán làm

đại diện cho ngành. Theo mô hình, xác định mối tương quan giữa doanh thu công ty và doanh thu trung bình ngành phải được thực hiện trong khoảng thời gian 10 năm trước năm dự báo, nhưng vì số liệu thông tin có phần hạn chế nên tác giả thực hiện hồi quy trong giai đoạn 2006 - 2011 với tần suất thu thập theo năm.²

Kết quả kiểm định cho thấy mô hình không bị hiện tượng phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan, khi đó hệ số tương quan giữa doanh thu PHR và doanh thu trung bình ngành được xác định là 0,215507.

Qua tính toán, CPPS gián tiếp của PHR tại năm 2012 được trình bày trong Hình 08 là 19.062.632.019

5. Kết luận

Xét dưới góc độ nhà đầu tư, khi một doanh nghiệp có CPPS và XSPS càng cao sẽ càng khó thu hút dòng tiền vào doanh nghiệp. Xét dưới góc độ thẩm định giá khi vận dụng theo phương pháp APV thì CPPS có mối tương quan nghịch với tác động thuần của nợ vay, dẫn đến dòng tiền khó tăng trưởng và giá trị doanh nghiệp giảm xuống. Trên thực tế, phương pháp APV tuy có nhiều ưu điểm nhưng ít được sử dụng tại VN vì quá trình ước tính chi phí phá sản và xác suất phá sản gặp nhiều khó khăn. Trong nghiên cứu trước, tác giả đã tháo gỡ các vướng mắc liên quan đến việc ước tính xác suất phá sản, trong phần này Nghiên cứu tiếp tục trình bày khung lý thuyết và đưa

² Tính đến thời điểm thẩm định giá, nhóm ngành cao su có 9 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán, nhưng do số liệu BCTC của Công ty cổ phần Cao su Bến Thành chỉ được tác giả thu thập trong giai đoạn 2008 – 2012. Để tạo sự đồng nhất, tác giả chỉ tiến hành ước tính doanh thu ngành của 8 doanh nghiệp còn lại trong giai đoạn 2006 - 2011.

Bảng 3. Danh sách các công ty thuộc ngành cao su

STT	Mã CK	Tên công ty	Nhóm ngành	Ngày GDDT
1	BRC	Công ty cổ phần Cao su Bến Thành	Cao su	13/12/2011
2	CSM	Công ty cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam	Cao su	11/08/2009
3	DPR	Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú	Cao su	30/11/2007
4	DRC	Công ty cổ phần Cao Su Đà Nẵng	Cao su	29/12/2006
5	HRC	Công ty cổ phần Cao su Hòa Bình	Cao su	26/12/2006
6	PHR	Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa	Cao su	18/08/2009
7	SRC	Công ty cổ phần Cao su Sao vàng	Cao su	07/10/2009
8	TNC	Công ty cổ phần Cao su Thống Nhất	Cao su	22/08/2007
9	TRC	Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh	Cao su	24/07/2007

Nguồn: cophieu68.com

Bảng 4. Doanh thu và Lợi nhuận các năm (Giai đoạn 2009 – 2011)

	Doanh thu ngành	Doanh thu PHR	EAT CSM	TSLN
2006	5.142.774.272.979	1.001.076.776.706	284.377.323.534	28%
2007	6.777.857.890.174	1.097.341.188.998	293.563.677.944	27%
2008	7.378.914.506.372	1.267.339.379.002	338.933.118.062	27%
2009	7.935.121.316.169	1.067.843.568.206	267.439.015.035	25%
2010	10.421.396.571.159	2.030.098.609.404	503.133.290.432	25%
2011	13.221.649.839.672	2.583.185.551.286	826.573.342.134	32%

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

Bảng 5. Kết quả hồi quy

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3,20E+11	2,79E+11	-1,146400	0,3155
NGANH	0,215507	0,031392	6,865102	0,0024
R-squared	0,921767	Mean dependent var		1,51E+12
Adjusted R-squared	0,902209	S,D, dependent var		6,49E+11
S.E. of regression	2,03E+11	Akaike info criterion		55,17149
Sum squared resid	1,65E+23	Schwarz criterion		55,10208
Log likelihood	-163,5145	Hannan-Quinn criter,		54,89362
F-statistic	47,12962	Durbin-Watson stat		2,146401
Prob(F-statistic)	0,002358			

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 6. Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	0,182241	Prob. F(2,3)	0,8420
Obs*R-squared	0,649992	Prob. Chi-Square(2)	0,7225
Scaled explained SS	0,270549	Prob. Chi-Square(2)	0,8735

Nguồn: Tính toán của tác giả



Bảng 7. Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0,158960	Prob. F(1,3)	0,7168
Obs*R-squared	0,301922	Prob. Chi-Square(1)	0,5827

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 8. Chi phí phá sản gián tiếp PHR năm 2012

a	(320.000.000.000)
b	0,21551
Doanh thu bình quân Ngành năm 2012	12.101.071.829.783
Doanh thu PHR dự kiến	2.287.865.686.821
Tỷ suất lợi nhuận trên Doanh thu bình quân của PHR	27%
Lợi nhuận dự kiến của PHR năm 2012	624.319.532.170
Lợi nhuận thực tế của PHR năm 2012	605.256.900.151
Chi phí phá sản gián tiếp	19.062.632.019

Nguồn: Tính toán của tác giả

ra các quan điểm ước tính CPPS của doanh nghiệp. Theo đó, CPPS gián tiếp có thể được TĐV ước tính định lượng tại thị trường VN theo mô hình do Gurmeet Singh Bhabra và Yuan Yao phát triển từ bộ dữ liệu của Altman. Đối với các nền kinh tế đang phát triển và có điều kiện thị trường hạn chế như VN vẫn chưa có một mô hình cụ thể để ước tính CPPS trực tiếp nên TĐV có thể kế thừa các kết quả nghiên cứu trên Thế giới về tỷ trọng giữa CPPS trực tiếp so với giá trị doanh nghiệp và/hoặc giá trị doanh nghiệp không đòn bẩy. Tuy chưa có sự kiểm chứng về sự tương quan về tỷ trọng này giữa Thế giới và VN nhưng với điều kiện thông tin thị trường khá khiêm tốn như VN thì việc ước tính CPPS trực tiếp trên cơ sở kế thừa các kết quả nghiên cứu trên Thế giới theo quan điểm của tác giả là có thể chấp nhận được. Sau khi tháo gỡ các khó khăn trong việc ước tính CPPS và XSPS, TĐV sẽ có nhiều điều kiện

thuận lợi hơn trong việc vận dụng phương pháp APV, góp phần đa dạng hóa các phương pháp trong hoạt động thẩm định giá trị doanh nghiệp trong thời gian tới ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Bhabra, G.S and Yuan Yao. (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), pp39-68.
- Damodaran, Aswath (2002), *Định giá đầu tư*, Dịch từ tiếng Anh, Người dịch Đinh Thế Hiền, 2010, Hồ Chí Minh, NXB Tài chính.
- Damodaran, Aswath. (2002), *Investment Valuation*, New York: John Wiley & Sons. ISBN 0-471-41488-3.
- Damodaran, Aswath. (2006), *The cost of distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*, New York: Stern School of Business.
- Damodaran, Aswath. (2006), *The cost of distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*.
- Damodaran, Aswath. (2009), *Valuing Distressed and Declining Companies*.
- Hay Sinh & Trần Bích Vân (2006), *Xử lý tài chính cho các doanh nghiệp cổ phần hóa*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường, Đại học Kinh tế TP.HCM.
- Hay Sinh & Trần Bích Vân (2012), *Nguyên lý Thẩm định giá*, NXB Lao động – Xã hội.
- 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.
- Jerold B. Warner. (1977), "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *Journal of Finance*. Volume 32:337-347.
- Lawrence A. Weiss. (1990), "Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims", *Journal of Finance Economics*, 27 (1990):285-314.
- Quốc hội nước CHXHCN VN (2004), *Luật phá sản*, số 21/2004/QH11 ngày 15/06/2004 của Quốc hội nước CHXHCN VN.
- Sebastian Ootjers BSc (2007), *Adjusted Present Value: A study on the properties, functioning and applicability of the adjusted present value company valuation model*, Master thesis. University of Twente.