

# Ước tính xác suất phá sản trong thẩm định giá trị doanh nghiệp

**TS. HAY SINH**

*Đại học Kinh tế TP.HCM*

**T**hẩm định giá trị doanh nghiệp theo cách tiếp cận DCF là ước tính giá trị doanh nghiệp bằng cách chiết khấu dòng tiền tại tỉ suất chiết khấu phù hợp. Dòng tiền và tỉ suất chiết khấu phải phản ánh xu hướng tương lai của doanh nghiệp, trong đó có tính đến xác suất phá sản. Tùy thuộc vào từng phương pháp trong cách tiếp cận dòng tiền mà xác suất phá sản sẽ được thể hiện trong tỉ suất chiết khấu (cụ thể là trong chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền – WACC) hoặc được ước tính như một tham số tài chính độc lập. 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 công ty. Bài nghiên cứu sẽ tiến hành trình bày một số phương pháp xác định xác suất 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 xác suất phá sản của Công ty cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam (CASUMINA – Mã CSM).

**Từ khóa:** *Xác suất phá sản, phương pháp APV, thẩm định giá trị doanh nghiệp.*

## 1. Giới thiệu

Theo Luật phá sản, doanh nghiệp, hợp tác xã không có khả năng thanh toán được các khoản nợ đến hạn khi chủ nợ có yêu cầu thì coi là lâm vào tình trạng 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 (%). Trong thẩm định giá trị doanh nghiệp, cách tiếp cận theo phương pháp tài sản và cách tiếp cận dòng tiền chiết khấu (DCF) là hai cách tiếp cận được thẩm định viên về giá (TĐV) quan tâm. Trong cách tiếp cận DCF, tùy thuộc vào bản chất của dòng tiền mà TĐV lựa chọn tỉ suất chiết khấu phù hợp. Nếu dòng tiền là dòng FCFF, tỉ suất chiết khấu tương ứng là WACC, nếu dòng tiền là dòng FCFE thì tỉ

suất chiết khấu là Ke. Do dòng tiền được ước tính trong tương lai để chiết khấu về hiện tại nên dòng tiền phải phản ánh được tiềm năng phát triển, các rủi ro trong tương lai, trong đó có bao gồm cả xác suất phá sản, ... Trong thẩm định giá, xác suất phá sản là một tham số tài chính có ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp, một doanh nghiệp có xác suất phá sản càng lớn thì giá trị doanh nghiệp sẽ giảm xuống và ngược lại. Thông thường, trong các phương pháp thuộc cách tiếp cận dòng tiền, xác suất phá sản chưa được ước tính là một tham số độc lập mà thường được thể hiện trong tỉ 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 xác suất phá sản 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 xác suất phá sản. Mục đích của nghiên cứu này nhằm thiết lập các phương pháp ước tính xác suất phá sản của một doanh nghiệp để phương pháp APV ngày càng được áp dụng rộng rãi, góp phần làm đa dạng hóa các phương pháp trong hoạt động thẩm định giá trị doanh nghiệp tại VN hiện nay.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Chỉ số Z (Z - score) của Altman<sup>1</sup>

Mô hình dự báo xác suất phá

<sup>1</sup> “Can Altman Z-score Models Predict Business Failures in Greece?”. *Research Journal of International Studies*, no 12, October 2009, pp. 23 – 24.

sản Z - score được giáo sư người Mỹ Edward I. Altman, trường kinh doanh Leonard N. Stern, thuộc trường Đại học New York phát triển vào năm 1968. Mô hình này được đánh giá là dự báo được một cách tương đối chính xác các công ty sẽ bị phá sản trong vòng 2 năm thông qua việc xem xét đến giá trị Z - score.

Z - score là chỉ số kết hợp 5 tỉ số tài chính khác nhau với các trọng số khác nhau dựa trên phân tích biệt số bội MDA. Công thức Z - score ban đầu (đối với doanh nghiệp đã CPH, ngành sản xuất) như sau:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,0064X_4 + 0,999X_5$$

Trong đó:

$X_1$  = Vốn luân chuyển/Tổng tài sản.

$X_2$  = Lợi nhuận giữ lại/Tổng tài sản.

$X_3$  = EBIT/Tổng tài sản.

$X_4$  = Giá trị thị trường của vốn CSH/Tổng tài sản.

$X_5$  = Doanh thu/Tổng tài sản.

Trong mô hình này, các biến từ  $X_1$  đến  $X_4$  đều phải được tính toán bằng giá trị phần trăm. Ví dụ, một công ty có Vốn luân chuyển / Tổng tài sản ( $X_1$ ) là 15% thì số liệu được đưa vào mô hình là 15, không phải 0,15. Riêng biến  $X_5$  (Doanh thu/ Tổng tài sản) được giữ nguyên, không tính tỉ lệ phần trăm.

Sau nhiều năm phát triển, mô hình được thay đổi một số đặc điểm kĩ thuật để việc vận dụng được thuận tiện hơn:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,64 X_4 + 0,999 X_5$$

Với mô hình dạng này, các biến từ  $X_1$  đến  $X_5$  không cần tính toán bằng giá trị phần trăm.

Nếu  $Z > 2,99$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản.

Nếu  $1,8 < Z < 2,99$  : Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản.

Nếu  $Z < 1,8$  : Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, có nguy cơ phá sản cao.

Mô hình Z - score của Altman (1993) đã ước đoán chính xác 66% doanh nghiệp bị phá sản và 78%

ngành sản xuất<sup>2</sup>

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$$

Trong đó các biến đều được giữ nguyên với mô hình cũ, ngoại trừ biến  $X_4$ .  $X_4$  trong chỉ số Z sử dụng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, còn trong chỉ số  $Z'$ ,  $X_4$  sử dụng giá trị sổ sách.



doanh nghiệp không bị phá sản trước đó một năm. Nhờ những dự đoán khá chính xác của mô hình này nên chỉ số được sử dụng không chỉ tại Mỹ mà còn được phổ biến tại nhiều quốc gia trên thế giới. Tuy nhiên, mô hình này không chỉ ra được thời gian phá sản dự kiến, vì việc phá sản của một doanh nghiệp còn phụ thuộc vào tình hình kinh tế, việc phá sản hợp pháp không bao giờ có thể xảy ra mà bất chấp tình hình khủng hoảng.

Từ chỉ số Z ban đầu được sử dụng cho các doanh nghiệp đã cổ phần hóa, Altman phát triển thêm  $Z'$ ,  $Z''$  để có thể áp dụng loại hình cho các loại hình doanh nghiệp khác:

Mô hình  $Z'$  - score dùng cho các doanh nghiệp chưa cổ phần hóa,

Nếu  $Z' > 2,9$  : Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản.

Nếu  $1,23 < Z' < 2,9$  : Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản.

Nếu  $Z' < 1,23$  : Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, có nguy cơ phá sản cao.

Mô hình  $Z''$  - score cho các doanh nghiệp khác:

$$Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

Giống với chỉ số  $Z'$ , biến  $X_4$  trong chỉ số  $Z''$  vẫn sử dụng giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. Điểm sửa đổi của mô hình này là không sử dụng biến  $X_5$  và dẫn đến hệ số của các biến từ  $X_1$  đến  $X_4$  đều thay đổi so với chỉ số  $Z'$ . Chỉ số

<sup>2</sup> Altman, Edward I., Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA® Models, pp. 20 – 22.

Z'' có thể được dùng cho hầu hết các ngành và các loại hình doanh nghiệp.

Nếu  $Z'' > 2,6$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản.

Nếu  $1,1 < Z'' < 2,6$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản.

Nếu  $Z'' < 1,1$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, có nguy cơ phá sản cao.

### Mô hình Z'' điều chỉnh

Nếu như các chỉ số Z trước đây chỉ dùng lại ở việc cảnh báo đầu hiệu phá sản thì năm 1995, Altman, Hartzell và Peck đã tiến hành nghiên cứu trên 700 công ty và đề ra cho chỉ số Z' điều chỉnh (còn gọi là mô

hình EMS). Điểm nổi bật của chỉ số Z'' điều chỉnh có sự tương đồng khá cao với phân loại trái phiếu của S&P. 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.

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

[Sự tương đồng giữa chỉ số Z'' điều chỉnh với xếp hạng của S&P được Edward I. Altman thể hiện trong bài nghiên cứu "The use of Credit scoring Model and The Important of a Credit Culture"<sup>3</sup>

Khi sử dụng chỉ số Z'' điều chỉnh, TĐV cần lưu ý hai vấn đề: (1) Mặc dù chỉ số Z'' điều chỉnh và xếp hạng của S&P có sự tương đồng khá cao nhưng không phải là tuyệt đối; (2) Tuy chỉ số Z'' điều chỉnh được sử dụng khá tốt ở thị trường khác nhưng khi sử dụng tại VN cũng cần phải có sự nghiên cứu điều chỉnh. Tuy nhiên, trong bối cảnh VN, khi thị trường xếp hạng tín nhiệm chưa thực sự phát triển, việc ước tính hệ số tín nhiệm bằng chỉ số Z'' điều chỉnh có thể chấp nhận được.

### 2.2. Mô hình Zeta – mô hình rủi ro tín dụng<sup>4</sup>

Năm 1977, Altman, Haldeman và Narayanan đã xây dựng mô hình rủi ro tín dụng thế hệ thứ hai với nhiều cải tiến hơn so với mô hình Z - score ban đầu. Mục đích của nghiên cứu này là để xây dựng, phân tích và thử nghiệm một mô hình phân loại phá sản mới, trong đó xem xét rõ ràng hơn những thất bại kinh doanh

gần đây.

Mô hình mới, được gọi là ZETA đã có hiệu quả trong việc phân loại các công ty bị phá sản đến 5 năm trước khi thất bại dựa trên một mẫu bao gồm các nhà sản xuất và nhà bán lẻ.

Kết quả nghiên cứu của Altman cho thấy mô hình Zeta phân loại hiệu quả với độ chính xác 91% trước khi doanh nghiệp phá sản 1 năm và trên 76,8% từ năm thứ 5 trở lên trước khi doanh nghiệp phá sản. Tuy nhiên, vì tính độc quyền của mô hình nên Altman không cung cấp đầy đủ các trọng số của mô hình mà chỉ cung cấp 7 biến số mà mô hình sử dụng:

$$X_1 = \text{EBIT/Tổng tài sản.}$$

$$X_2 = \text{Mức ổn định thu nhập.}$$

$$X_3 = \text{EBIT/Chi phí lãi vay.}$$

$$X_4 = \text{Lợi nhuận giữ lại tích lũy/Tổng tài sản.}$$

$$X_5 = \text{Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản.}$$

$$X_6 = \text{Vốn hóa cổ phần thường/Tổng vốn hóa.}$$

$$X_7 = \text{Quy mô công ty (Tổng tài sản).}$$

### 2.3. Xác định xác suất vỡ nợ dựa trên xếp hạng trái phiếu

Một số trái phiếu của công ty, đặc biệt ở Mỹ, được đánh giá rủi ro vỡ nợ bởi các cơ quan xếp hạng (như S&P, Fitch, Moody's,...). Việc đánh giá trái phiếu không chỉ cung cấp thông tin về rủi ro vỡ nợ (hoặc ít nhất là các cơ quan xếp hạng nhận thức được về rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp), mà còn tạo lập cho mỗi cổ phiếu có một lịch sử xếp hạng phong phú. Khi các trái phiếu được đánh giá cao trong nhiều thập kỷ, TĐV có thể xem xét lịch sử vỡ nợ của các trái phiếu trong mỗi bậc xếp hạng. Giả sử, nếu cơ quan xếp hạng không thay đổi tiêu chuẩn xếp

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

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

Nguồn: Average Z'' – Score by rating from In-Depth Data Corporation financial statements. Altman, Edward I., 2005. An emerging market credit scoring system for corporate bonds, pp.314.

<sup>3</sup> Lâm Minh Chánh, 2007. Dùng chỉ số Z để ước tính hệ số tín nhiệm. www.saga.vn.

<sup>4</sup> Altman, Edward I., n.d. Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA Models, pp. 23 – 28.

hạng của họ, thì TĐV có thể sử dụng các xác suất vỡ nợ này làm dữ liệu đầu vào cho mô hình xác định giá trị bằng dòng tiền chiết khấu. Altman & Kishore (2001) đã có những ước tính xác suất vỡ nợ cho trái phiếu trong mỗi bậc khác nhau trong thời gian 5 và 10 năm. Kết quả dự toán được trình bày trong Bảng 2:

Những hạn chế của phương pháp này:

- Giả định đầu tiên của phương pháp này là các cơ quan xếp hạng phải thực hiện tốt chuyên môn nghiệp vụ của mình và làm việc một cách nghiêm túc. Việc TĐV dựa vào kết quả xếp hạng trái phiếu của các cơ quan xếp hạng làm căn cứ ước tính xác suất phá

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%

\* 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.

Nguồn: *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*, pp.19.

Thứ hạng trái phiếu	Tỷ lệ vỡ nợ	Thứ hạng trái phiếu	Tỷ lệ vỡ nợ
D	100%	BB	12.2%
C	80%	BBB	2.30%
CC	65%	A-	1.41%
CCC	46.61%	A	0.53%
B-	32.5%	A+	0.40%
B	26.36%	AA	0.28%
B+	19.28%	AAA	0.01%

Nguồn: Altman và Kishore (1998) \*

\* Trích nghiên cứu do Altman và Kshore thực hiện năm 1998, nghiên cứu này chỉ ước tính tỉ lệ vỡ nợ trong kỳ 10 năm cho một số thứ hạng trái phiếu. Các thứ hạng còn lại do Damodaran suy luận.

sản của doanh nghiệp đó cũng đồng nghĩa với việc giao trách nhiệm ước tính xác suất vỡ nợ cho các cơ quan xếp hạng.

- Giả định các tiêu chuẩn xếp hạng không thay đổi theo thời gian.

- Phương pháp này đo lường khả năng vỡ nợ trên kết quả xếp hạng trái phiếu của doanh nghiệp, nhưng phương pháp không đề cập đến việc những công ty vỡ nợ có ngừng kinh doanh hay không? Thực tế, nhiều công ty vẫn tiếp tục hoạt động mặc dù kết quả xếp

hạng phát hành trái phiếu. Một cách tiếp cận thay thế khác, TĐV chiết khấu dòng tiền dự kiến của trái phiếu, (dòng tiền này sẽ thấp hơn so với dòng tiền kỳ vọng được đề cập ở trên vì dòng tiền này đã loại trừ xác suất vỡ nợ), tại tỉ suất lợi nhuận phi rủi ro để xác định giá trái phiếu.

Nếu giả định rằng có một xác suất vỡ nợ không đổi hàng năm, ta có phương trình tính giá trái phiếu như sau cho một thời hạn thanh toán là N năm, trả lãi hàng năm.

$$\text{Giá trái phiếu} = \sum_{t=1}^N \frac{\text{tiền lãi} \times (1 - \pi_{\text{phá sản}})}{(1 + r_f)^t} + \frac{\text{mệnh giá} \times (1 - \pi_{\text{phá sản}})}{(1 + r_f)^N}$$

hạng trái phiếu của doanh nghiệp có tạo ra mối lo ngại cho việc vỡ nợ.

#### 2.4. Xác định xác suất vỡ nợ dựa trên giá trái phiếu <sup>5</sup>

Thông thường, để xác định giá trị của trái phiếu, TĐV tiến hành chiết khấu dòng tiền kỳ vọng trong tương lai tại mức chi phí nợ vay, chi phí nợ vay được dùng làm tỉ suất chiết khấu phải bao gồm khả năng vỡ nợ của doanh

<sup>5</sup> Damodaran, Aswath., 2006. *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*. New York: Stern School of Business, pp. 20 – 21.

Khi vận dụng cách tiếp cận này, TĐV phải giả định xác suất vỡ nợ hàng năm không đổi trong suốt thời hạn của trái phiếu, mặc dù trên thực tế thông thường xác suất vỡ nợ hàng năm sẽ cao hơn cho những năm trước đó và giảm dần cho những năm sau này.

### 3. Ước tính xác suất phá sản doanh nghiệp tại VN

Trong thẩm định giá trị doanh nghiệp bằng phương pháp APV, TĐV cần xác định rõ xác suất phá sản của doanh nghiệp cần

TĐG bằng bao nhiêu phần trăm chứ không dừng lại ở việc cảnh báo nguy cơ phá sản. Bên cạnh đó, hoạt động xếp hạng tín nhiệm tại VN chưa thực sự phát triển nên trong các phương pháp được trình bày ở trên, có nhiều phương pháp không vận dụng được. Ví dụ như phương pháp dựa vào giá trái phiếu gần như khó thực hiện ở VN khi các doanh nghiệp cần TĐG thường không công khai thông tin trên thị trường và thường không phát hành trái phiếu.

Tại VN, để định lượng được xác suất phá sản của doanh nghiệp cần TĐG, TĐV phải tiến hành xếp hạng doanh nghiệp, trong trường hợp này, TĐV có thể sử dụng hai

ngày 01/01/2011 và các số liệu ước tính xác suất phá sản được lấy từ BCTC năm 2010 đã kiểm toán.

### 3.1. Cách 1: Dựa vào chỉ số Z” điều chỉnh

Trong cách tiếp cận này, TĐV tiến hành ước tính chỉ số Z” điều chỉnh, sau đó xác định xếp hạng tín nhiệm của S&P tương ứng với chỉ số Z” điều chỉnh. Cuối cùng, sử dụng hệ số xếp hạng tín nhiệm đối chiếu với Bảng 2 hoặc Bảng 3 để xác định xác suất phá sản của doanh nghiệp.

Căn cứ vào kết quả nghiên cứu của Altman và cộng sự được trình bày trong Bảng 1, với chỉ số Z” điều chỉnh 7.663, tương ứng hệ số tín nhiệm của CASUMINA

tổ chức tín dụng có quy định tiêu chí định lượng (Điều 6) và tiêu chí định tính (Điều 7) trong việc phân loại nợ của các TCTD. Tiêu chí định tính là tiêu chí được sử dụng ngay từ khi phê duyệt hồ sơ, bao gồm một hệ thống các chỉ tiêu tài chính và phi tài chính, mỗi chỉ tiêu lại có trọng số khác nhau ứng với từng lĩnh vực và ngành nghề kinh doanh được thể hiện trong hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ của các NHTM.

Quyết định số 493/2005/QĐ-NHNN cũng đặt thời hạn tối đa 03 năm, các TCTD phải xây dựng hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ để hỗ trợ cho việc phân loại nợ, quản lý chất lượng tín dụng. Đến nay, nhìn chung các ngân hàng đã có hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ và hầu hết các ngân hàng đều sử dụng dịch vụ tư vấn xây dựng hoặc hoàn thiện hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ của Công ty TNHH Ernst & Young VN (E&Y) như BIDV, Agribank, Vietinbank, Vietcombank, MB, ACB, MSB, OCB, TienPhong Bank, VietA Bank, ABBank, VIB, GBBank, HDBank, PVFC. Hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ của E&Y được mở rộng và nâng cấp hơn so với hệ thống xếp hạng tín dụng của các ngân hàng quốc doanh giai đoạn trước Quyết định 493 với 14 chỉ tiêu tài chính và 40 chỉ tiêu phi tài chính.<sup>6</sup>

Việc xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp cần TĐG dựa vào hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ của các NHTM, từ đó đối chiếu với bảng 02 hoặc bảng 03 để xác định xác suất phá sản đối

X <sub>1</sub>	Vốn luân chuyển/Tổng tài sản	0,316461806
X <sub>2</sub>	Lợi nhuận giữ lại/Tổng tài sản	0,143787492
X <sub>3</sub>	EBIT/Tổng tài sản	0,188649249
X <sub>4</sub>	Giá trị sổ sách của vốn CSH/Tổng tài sản	0,571815355
Chỉ số Z” điều chỉnh		7,662865741

Nguồn: Tính toán của tác giả

Điểm	Xếp loại	Đánh giá theo Vietcombank
99,12	AAA	Tiềm lực mạnh, năng lực quản trị tốt, hoạt động hiệu quả, triển vọng phát triển, thiện chí tốt. Rủi ro thấp nhất, 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 đảm bảo, tăng cường mối quan hệ với khách hàng.

Nguồn: Tính toán của tác giả

cách (1) Dựa vào chỉ số Z” điều chỉnh và (2) Dựa vào hệ thống xếp hạng tín nhiệm nội bộ của các ngân hàng thương mại. Trong phần này, tác giả cũng trình bày ví dụ minh họa cho Công ty cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam – CASUMINA (Mã CSM) với giả định thời điểm TĐG vào

theo S&P sẽ ở mức AA+.

### 3.2. Cách 02: Dựa vào hệ thống xếp hạng tín nhiệm nội bộ của các ngân hàng thương mại

Theo 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

<sup>6</sup> Lê Tấn Thành, 2012. Cẩm nang xếp hạng tín dụng doanh nghiệp và xếp hạng tín dụng VN. Hồ Chí Minh: NXB Tổng hợp TP.HCM, trang 183.

khi sẽ dẫn đến rủi ro vì kết quả xếp hạng tín nhiệm của NHTM đôi khi sẽ không thống nhất với kết quả của S&P. Tuy nhiên, với thực tế hiện nay, khi số lượng doanh nghiệp VN được S&P xếp hạng tín nhiệm còn khá khiêm tốn thì việc xếp hạng tín nhiệm dựa vào hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ của các NHTM có thể chấp nhận được.

Trong ví dụ minh họa cho cách 2, tác giả sử dụng bộ xếp hạng tín dụng nội bộ của Ngân hàng TMCP Ngoại thương VN – Vietcombank. Vì lý do bảo mật thông tin nên tác giả chỉ trình bày kết quả xếp hạng tín nhiệm

Hệ số tín nhiệm của CASUMINA dựa vào chỉ số "Z" điều chỉnh ở mức AA+, dựa theo bộ xếp hạng tín dụng nội bộ của Vietcombank ở mức AAA. Hai mức AAA và AA+ là hai mức tín nhiệm đứng cạnh nhau chứng tỏ tính thống nhất giữa hai cách ước tính ở mức tương đối khá. Tuy nhiên, bảng đối chiếu xác suất vỡ nợ dựa trên thứ hạng trái phiếu đều không có mức xếp hạng AA+, vì vậy, tác giả lựa chọn mức xếp hạng AAA, tương ứng với xác suất vỡ nợ của CASUMINA dao động ở mức 0.01% đến 0.03%.

#### 4. Kết luận

Khi một doanh nghiệp có xác suất phá sản càng cao sẽ càng khó thu hút đầu tư, dòng tiền khó tăng trưởng và khiến cho giá trị doanh nghiệp giảm xuống. Tuy nhiên, không phải phương pháp TĐG nào cũng thể hiện được mức độ ảnh hưởng của xác suất phá sản lên giá trị doanh nghiệp. Phương pháp APV thể hiện được điều này nhưng lại ít được sử



dụng tại VN vì việc ước tính xác suất phá sản trong TĐG doanh nghiệp yêu cầu TĐV phải ước tính định lượng cụ thể bằng con số % khả năng xảy ra trong khi các mô hình ước tính xác suất phá sản chỉ dừng lại ở việc cảnh báo. Ngay cả khi các mô hình ước tính đưa ra kết quả định lượng thì việc TĐV vận dụng vào thực tiễn thị trường VN cũng sẽ gặp nhiều khó khăn. Nghiên cứu đã trình bày khung lý thuyết và đưa ra các phương pháp ước tính xác suất phá sản bằng con số cụ thể, góp phần giúp TĐV có điều kiện thuận lợi trong việc vận dụng phương pháp APV để tiến hành TĐG doanh nghiệp trong thời gian tới ●

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

Altman, Edward I., *Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA® Models*, pp.12-28.  
 Altman, Edward.I. (2005), "An emerging market credit scoring system for corporate bonds", *Emerging Markets Review* 6, pp.311-323  
 Damodaran, Aswath (2002), *Định giá đầu tư*, Bản dịch của Đinh Thế Hiền (2010) NXB Tài chính, TP.HCM.  
 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.

Hay Sinh & Trần Bích Vân (2006), *Xử lý tài chính cho các doanh nghiệp có 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, TP.HCM.

Lâm Minh Chánh (2007), *Dùng chỉ số Z để ước tính hệ số tín nhiệm*, www.saga.vn.

Lê Tất Thành (2012), *Cẩm nang xếp hạng tín dụng doanh nghiệp và xếp hạng tín dụng VN*, NXB Tổng hợp TP.HCM.

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.

Ngân hàng Nhà nước (2007), *Quyết định 18/2007/QĐ-NHNN* của Ngân hàng Nhà nước về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của 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 ban hành theo Quyết định số 493/2005/QĐ-NHNN ngày 22/4/2005 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước.

Quốc hội nước CHXHCN VN (2004), *Luật Phá sản số 21/2004/QH11* ngày 15/06/2004 của Quốc hội nước CHXHCN VN.