



**TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG**

# **CHƯƠNG 3:**

## **CỔ PHIẾU VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU**

[cuu.duong.than.cong.com](http://cuu.duong.than.cong.com)

**FOREIGN TRADE  
UNIVERSITY**

19/12/2019



# Nội dung nghiên cứu

1. Khái niệm cổ phiếu
2. Phân loại cổ phiếu
3. Định giá cổ phiếu
  - + DDM
  - + P/E
4. Lý thuyết về thị trường hiệu quả (EMH- Efficient Market Hypothesis)



# 1. Khái niệm cổ phiếu

- Định nghĩa (UBCKNN)

Cổ phiếu là một loại chứng khoán được phát hành dưới dạng chứng chỉ hay bút toán ghi sổ xác định rõ **quyền sở hữu và lợi ích hợp pháp** của người sở hữu cổ phiếu đối với **tài sản hoặc vốn của công ty cổ phần.**



# Đặc điểm

- Cổ đông là chủ sở hữu, không phải là chủ nợ
- Thu nhập từ cổ phiếu không cố định do cổ tức và giá cổ phiếu biến động mạnh
- Cổ phiếu không có thời hạn
- Cổ đông được chia tài sản cuối cùng khi công ty phá sản hoặc giải thể



# Phân loại cổ phiếu

Căn cứ vào việc lưu hành trên thị trường

Cổ phiếu hiện hành (Outstanding)

Cổ phiếu ngân quỹ (Treasury)

Căn cứ vào việc phát hành vốn điều lệ

Cổ phiếu sơ cấp (Primary)

Cổ phiếu thứ cấp (Secondary)

Căn cứ vào quyền của cổ đông

Cổ phiếu phổ thông (Common)

Cổ phiếu ưu đãi (Preferred)

Cách phân  
loại phổ  
biến nhất





# So sánh cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông

## COMMON STOCK

- Phát hành rộng rãi ra công chúng
- Cổ suất: không ghi
- Lời ăn, lỗ chịu
- Nhận lãi sau
- Hoàn vốn sau (nếu có)
- Có phiếu biểu quyết
- Chuyển nhượng thông thường

## PREFERRED STOCK

- Có lựa chọn
- Ghi cổ suất
- Hưởng lãi (có thể tích lũy)
- Nhận lãi trước
- Hoàn vốn trước (nếu có)
- Các nước: không, VN: có
- Không, hoặc hạn chế



# Biến thể của cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu ưu đãi **cộng dồn**

Lãi cổ tức là những khoản nợ phải trả

Cổ phiếu ưu đãi **tham dự**

Cổ tức tăng nếu cổ tức của cổ phiếu phổ thông vượt qua một mức nhất định

Cổ phiếu ưu đãi **có thể chuyển đổi**

Có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông trong những điều kiện nhất định



# Quyền của người sở hữu cổ phiếu phổ thông

Quyền bỏ phiếu

Quyền hưởng cổ tức

Quyền mua cổ phiếu mới trước thị trường

Quyền tiếp cận thông tin





# Định giá cổ phiếu

Giá trị cổ phiếu

Phương pháp xác định giá cổ phiếu

DDM (Dividend discount model)

P/E ratio (Price/Earning)

cuu duong than cong . com



# Giá trị cổ phiếu



Mệnh giá cổ phiếu  
(*par-value*)



Giá trị sổ sách của cổ phiếu  
(*Book value*)



Giá trị thị trường của cổ phiếu  
(*Market value*)



Hiện giá của cổ phiếu  
(*Present value*)



# Mệnh giá cổ phiếu (*par-value*)

- Là giá trị ghi trên giấy chứng nhận cổ phiếu
- Chỉ có giá trị danh nghĩa
- Thông thường, mệnh giá cổ phiếu được tính:

Mệnh giá cổ phiếu  
mới phát hành

$$= \frac{\text{Vốn điều lệ của công ty cổ phần}}{\text{Tổng số cổ phiếu đăng ký phát hành}}$$

- Tại Việt Nam?



# Giá trị kế toán của cổ phiếu (Book value)

- Là giá trị tài sản ròng (net worth) của công ty trên mỗi cổ phiếu theo bảng cân đối tài sản (balance sheet)
- Phản ánh tình trạng vốn cổ phần của công ty tại một thời điểm nhất định

BALANCE SHEET FOR PEPSICO, INC., <span style="border: 1px solid red; padding: 2px;">DECEMBER 26, 1998</span>			
(figures in millions of dollars)			
Assets		Liabilities and Shareholders' Equity	
Plant, equipment, and other assets	22,660	Liabilities	16,259
		<span style="border: 1px solid red; padding: 2px;">Equity</span>	<span style="border: 1px solid red; padding: 2px;">6,401</span>

Thời điểm cuối năm



# Ví dụ về Book-value

- Năm 2006, công ty cổ phần ABC thành lập với vốn điều lệ là 30 tỷ đồng, số cổ phiếu đăng ký phát hành là 3 triệu CP.
- Năm 2007, công ty quyết định tăng vốn bằng cách phát hành thêm 1 triệu CP. Tại thời điểm này, giá bán mỗi CP trên thị trường là 25.000đ. Biết rằng quỹ tích lũy dùng cho đầu tư còn lại tính đến cuối năm 2007 là 10 tỷ đồng. Tính giá trị sổ sách của CP.



# Ví dụ

- 31/12/2007:

+Vốn cổ phần theo mệnh giá:

$4.000.000 \times 10.000\text{đ/cổ phiếu} = 40 \text{ tỷ đồng}$

+Vốn thặng dư: [cuuduongthancong.com](http://cuuduongthancong.com)

$(25.000 - 10.000) \times 1.000.000 = 15 \text{ tỷ đồng}$

+Quỹ tích lũy: 10 tỷ đồng

=> Tổng số vốn cổ phần: 65 tỷ đồng

***Giá trị sổ sách của cổ phiếu:***

$65 \text{ tỷ đồng} / 4 \text{ triệu CP} = 16.250 \text{ đồng}$





# Giá trị thị trường của cổ phiếu (Market value)

- Giá cổ phiếu trên thị trường tại một thời điểm nhất định.
- Tùy theo quan hệ cung cầu mà giá trị thị trường có thể thấp hơn hoặc cao hơn, hoặc bằng giá trị thực của nó tại thời điểm mua bán.
- Giá trị thị trường của cổ phiếu thường phải lớn hơn giá trị kế toán.

## Tại sao ?

Nếu không, việc kết hợp các tài sản để sản xuất kinh doanh chỉ là vô nghĩa vì nó không làm tăng giá trị của tài sản



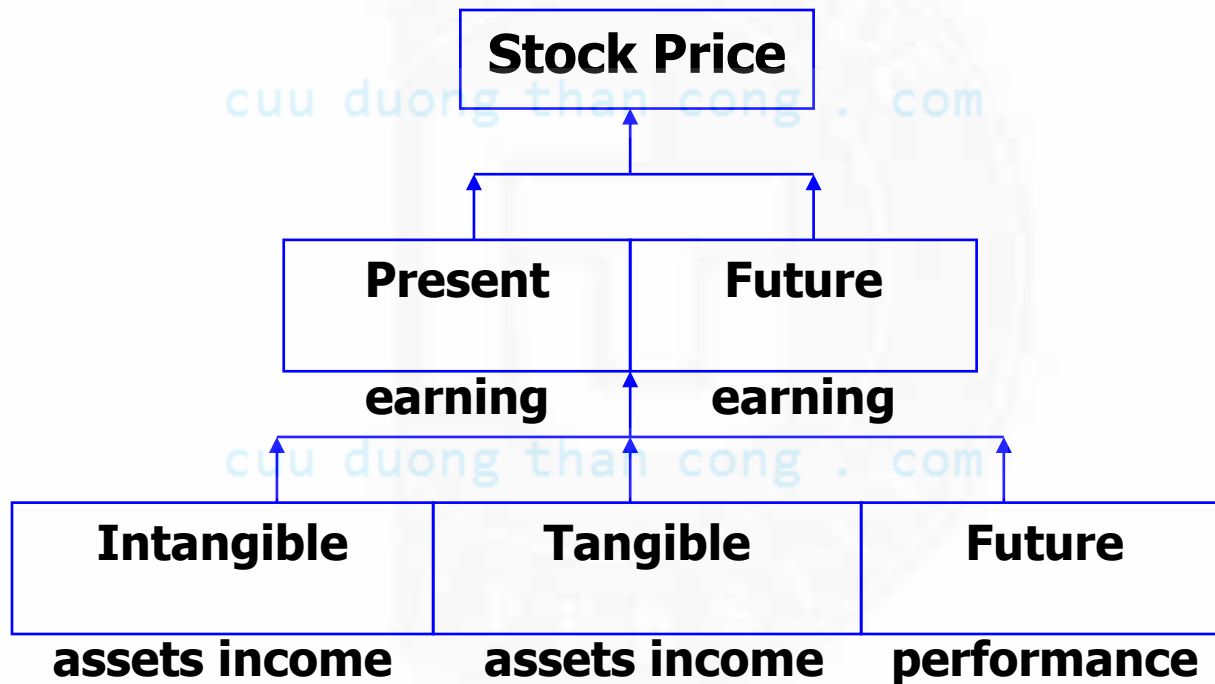
# Giá trị của của các khoản đầu tư trong tương lai (Value of future investment)

Nếu các nhà đầu tư tin rằng công ty sẽ đạt mức tỷ suất lợi nhuận cao trong tương lai thì họ sẽ chấp nhận mua cổ phiếu với giá cao hơn giá cổ phiếu hiện tại



# Giá trị cổ phiếu

Vậy, giá cổ phiếu (giá trị thị trường) **không phải** là giá trị kế toán





# Phương pháp xác định giá cổ phiếu

Có 3 phương pháp xác định giá cổ phiếu

1. Mô hình chiết khấu dòng cổ tức

(DDM-Dividend discount model)

2. Phương pháp chỉ số

(P/E ratio)

3. Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discounted Cashflow model)



# Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM)

Mô hình chiết khấu dòng cổ tức cho phép xác định giá cổ phiếu khi biết cổ tức được trả từng thời kỳ và lãi suất yêu cầu

Công thức tổng quát :

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + k_s} + \frac{D_2}{1 + k_s^2} + \frac{D_3}{1 + k_s^3} + \dots + \frac{D_t}{1 + k_s^t} + \dots$$



# Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM)

Nếu tại năm thứ  $H$ , giá cổ phiếu là  $P_H$  thì giá hiện tại là:

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + k_s} + \frac{D_2}{1 + k_s^2} + \frac{D_3}{1 + k_s^3} + \dots + \frac{D_H + P_H}{1 + k_s^H}$$

Giả định:

- + mức lãi suất chiết khấu  $k_s$ ,
- + cho dù các nhà đầu tư giữ cổ phiếu trong 1,2,...hay  $H$  năm rồi sau đó bán thì giá cổ phiếu ở thời điểm hiện tại vẫn không thay đổi





# Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM)

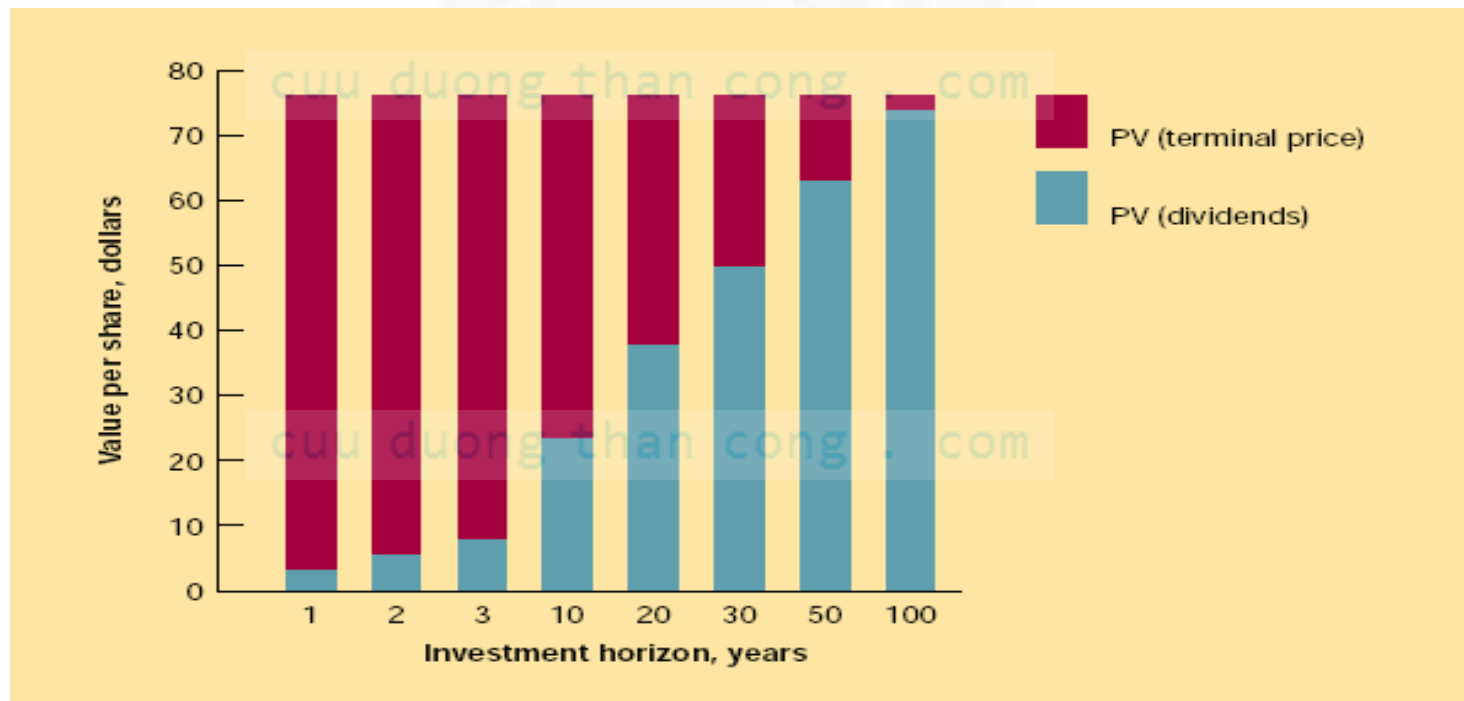
Với mức lãi suất không đổi 8%/năm, giá cổ phiếu Blue Skies không thay đổi bất kể nhà đầu tư sẽ giữ cổ phiếu đó trong bao lâu

Horizon, Years	PV (Dividends)	+	PV (Terminal Price)	=	Value per Share
1	\$ 2.68		\$72.32		\$75.00
2	5.26		69.74		75.00
3	7.75		67.25		75.00
10	22.87		52.13		75.00
20	38.76		36.24		75.00
30	49.81		25.19		75.00
50	62.83		12.17		75.00
100	73.02		1.98		75.00



# Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM)

Nếu cổ phiếu được giữ càng lâu thì giá trị hiện tại của các khoản cổ tức trong tương lai càng tăng và giá trị hiện tại của  $P_H$  càng giảm





# Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM)

cuu duong than cong . com

**Stock price = PV (all future dividends per share)**

cuu duong than cong . com



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Mô hình tăng trưởng cổ tức là một trường hợp đặc biệt của mô hình chiết khấu cổ tức trong đó **cổ tức hàng năm được giả định tăng trưởng một tỷ lệ không đổi  $g < k_s$**

cuu duong than cong . com



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Công thức:

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + k_s} + \frac{D_2}{1 + k_s^2} + \frac{D_3}{1 + k_s^3} + \dots + \frac{D_t}{1 + k_s^t} + \dots$$

$$D_1 = D_0 (1 + g)^1$$

$$D_2 = D_0 (1 + g)^2$$

$$D_3 = D_0 (1 + g)^3$$

...

$$D_N = D_0 (1 + g)^N$$

$$P_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g}$$



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Vậy nếu biết tốc độ tăng trưởng cổ tức, giá cổ phiếu và cổ tức năm đầu thì có thể tính được lãi suất yêu cầu  $k_s$

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

$k_s$  không bị chi phối trực tiếp bởi  $D_1$  và  $g$

$k_s$  là lãi suất yêu cầu trên thị trường và có thể được dùng để tính giá cổ phiếu cùng loại





# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức  $g$  là tỷ lệ tăng trưởng trong dài hạn và thường được dự đoán dựa trên công thức

ROE là lãi suất tái đầu tư

$$g = \text{return on equity} \times \text{plowback ratio}$$



ROE-Return on Equity: là tỷ lệ giữa thu nhập của công ty trên vốn cổ phần

Tỷ lệ thu nhập của công ty được dùng để tái đầu tư



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

## **Nhận xét:**

- Mô hình tăng trưởng cổ tức không định giá được các công ty không trả cổ tức thường xuyên
- Giả định quan trọng nhất: tốc độ tăng trưởng cổ tức luôn không đổi và nhỏ hơn lãi suất chiết khấu ( $g < k_s$ )
- Tốc độ tăng trưởng cổ tức ( $g$ ) cũng chính bằng tốc độ tăng giá cổ phiếu

$$\frac{D_1}{D_0} = \frac{P_1}{P_0} = 1 + g$$



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Tính giá cổ phiếu:

Công ty PC vừa trả cổ tức \$2/cổ phiếu và mức tăng trưởng cổ tức kỳ vọng trên thị trường sẽ mãi là 5%/năm. Hỏi cổ phiếu PC nên được bán với giá bao nhiêu nếu biết lãi suất chiết khấu là 15%/năm?

cuu duong than cong . com



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Tính tốc độ tăng trưởng cổ tức:

Công ty XYZ sẽ trả cổ tức \$5/cổ phiếu vào năm sau. Cổ phiếu XYZ đang được bán với giá \$50/cổ phiếu. Tốc độ tăng trưởng cổ tức là bao nhiêu nếu biết các công ty như XYZ thường có mức lãi suất yêu cầu là 14%/năm?

[cuu duong than cong . com](http://cuuduongthancong.com)



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Tính lãi suất chiết khấu:

Cổ phiếu công ty X đang bán với giá \$40/cổ phiếu. Cổ tức trả năm sau là \$4/cổ phiếu. Nếu lãi suất tái đầu tư của công ty là 15%/năm và công ty dành 40% thu nhập để tái đầu tư thì lãi suất chiết khấu là bao nhiêu?



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Một cổ phiếu có mức cổ tức kỳ vọng trong 3 năm đầu lần lượt là: \$1, \$1.25, \$1.5. Các nhà đầu tư cho rằng giá cổ phiếu sau 3 năm sẽ là \$20/cổ phiếu. Hỏi giá cổ phiếu hiện tại là bao nhiêu nếu biết lãi suất chiết khấu là 10%/năm?

cuu duong than cong . com





# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Cổ phiếu X có mức cổ tức sau 3 năm đầu không đổi là \$2. Sau đó cổ tức tăng với tốc độ không đổi là 6%/năm. Hỏi cổ phiếu X hiện được bán với giá bao nhiêu nếu biết lãi suất chiết khấu là 13%/năm?

cuu duong than cong . com



# Mô hình tăng trưởng cổ tức (Constant growth DDM)

Công ty ABC thuộc ngành công nghiệp đang suy thoái. Doanh thu, lợi nhuận và cổ tức đều giảm ở mức 10%/năm. Cổ tức vừa trả năm nay là \$3

- Khi nào có thể áp dụng mô hình tăng trưởng cổ tức trong trường hợp này? Khi đó giá cổ phiếu bằng bao nhiêu, biết lãi suất chiết khấu là 15%/năm?
- Dự đoán giá cổ phiếu năm sau là bao nhiêu?



# Phương pháp chỉ số

Công thức tính P/E

Phương pháp tính P/E

cuu duong than cong . com

cuu duong than cong . com



# Công thức tính P/E

- Chỉ số giá trên thu nhập (P/E) cho biết các nhà đầu tư sẵn sàng trả bao nhiêu tiền cho một đồng thu nhập trên bảng cân đối kế toán
- Giá cổ phiếu của một công ty được tính dựa trên chỉ số P/E của một công ty tương đương

cuu duong than cong . com



# Công thức tính P/E

??

$$P_A = \frac{P_B}{E_B} \times E_A$$

Financial analysts:  
Expected earning  
( $E_1$ )

~~WSJ: Present  
earning ( $E_0$ )~~

Trong đó:

$P_A$  là giá cổ phiếu của công ty A

$P_B$  là giá cổ phiếu của công ty B

$E_B$  là thu nhập của công ty B tính trên 1 cổ phiếu (Earning per share)



# Phương pháp tính P/E

Dựa trên công thức tính P của mô hình DDM

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1 / E_1}{k_s - g}$$

$D_1/E_1$ : Là tỷ lệ trả cổ tức (dividend payout ratio)

P/E phụ thuộc vào 3 yếu tố:

Tỷ lệ trả cổ tức

Lãi suất yêu cầu

Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức





# Phương pháp tính P/E

Tỷ lệ P/E cao chưa hẳn là tốt cho công ty

- + Nếu P/E cao vì thu nhập dự tính  $E_1$  thấp thì là dấu hiệu xấu
- + Nếu tỷ lệ trả cổ tức  $D_1/E_1$  cao:
  - Tốt nếu công ty tạo ra nhiều tiền mặt
  - Xấu nếu công ty thiếu những cơ hội đầu tư có lợi nhuận cao
- + Thông thường P/E cao là dấu hiệu tốt
  - Thu nhập dự tính cao
  - Lãi suất yêu cầu thấp (Rủi ro thấp)



# Ứng dụng thực tế của P/E

- Là chỉ số đầu tiên các nhà đầu tư xem xét khi đưa ra quyết định đầu tư.
- Một số nhà phân tích tài chính không sử dụng P/E

E có thể thay đổi nhờ “creative accounting” → không đáng tin cậy

$E_1$  là con số dự đoán năm sau → không tin

Thay phân tích P/E bằng phân tích Cashflow



# Phương pháp tính P/E

## Tính P/E

Công ty HD có lãi suất tái đầu tư là 20% và duy trì tỷ lệ tái đầu tư là 30% thu nhập. Thu nhập trên một cổ phiếu dự tính năm sau là \$2. Nhà đầu tư kỳ vọng mức lãi suất yêu cầu là 12%.

- Tính tỷ lệ P/E
- Điều gì xảy ra đối với P/E nếu tỷ lệ tái đầu tư giảm còn 20% thu nhập? Tại sao?
- Chứng minh rằng nếu tỷ lệ tái đầu tư bằng 0 thì tỷ lệ E/P giảm xuống bằng mức lãi suất yêu cầu



# Thị trường hiệu quả và định giá chứng khoán

Giả định của mô hình định giá

Thị trường hiệu quả và định giá chứng khoán

cuu duong than cong . com

cuu duong than cong . com



# Giả định của mô hình định giá

- + Cùng một chứng khoán các nhà đầu tư chỉ có duy nhất một lãi suất yêu cầu
- + Giả định về thị trường cạnh tranh hoàn hảo (Perfect competitive market)
- + Không phí giao dịch (Costless transaction)
- + Các thông tin miễn phí (free information)



# Thị trường hiệu quả và định giá chứng khoán

- Trong môi trường cạnh tranh hoàn hảo, giá chứng khoán được duy trì ở mức cân bằng
- Mức giá cân bằng thường rất sát với giá trị thực của chứng khoán

Giao dịch miễn phí

Công bố thông tin





# Thị trường hiệu quả và định giá chứng khoán

**Giả thuyết thị trường hiệu quả:**

Giá một chứng khoán đã bao hàm tất cả các thông tin liên quan đến chứng khoán đó

Giá chứng khoán phản ánh mọi thông tin hiện có trên thị trường



# Thị trường hiệu quả và định giá chứng khoán

Giả thuyết thị trường hiệu quả có 3 mức độ:

Thị trường hiệu quả yếu (Weak)

Giá chứng khoán phản ánh tất cả những biến động giá trong quá khứ

Thị trường hiệu quả trung bình (Semi-strong)

Giá chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin được công bố

Thị trường hiệu quả mạnh (Strong)

Giá chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin trên thị trường



# Thị trường hiệu quả và định giá chứng khoán

- Các kết quả nghiên cứu định lượng ủng hộ quan điểm thị trường hiệu quả yếu và thị trường hiệu quả trung bình
  - Giả thuyết thị trường hiệu quả mạnh không được các nhà đầu tư chuyên nghiệp ủng hộ
- Nỗ lực tìm kiếm thông tin nội gián để qua mặt các nhà đầu tư khác không phải là vô vọng
- Vụ khủng bố 11/9 đã đem lại khoảng 15 tỷ USD cho các nhà đầu tư có thông tin nội gián