

## CHƯƠNG 3

# ĐỊNH GIÁ CỔ PHẦN THƯỜNG

1

---

---

---

---

---

---

---

- 3.1 CÁC CỔ PHẦN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẠI CHÚNG ĐƯỢC GIAO DỊCH NHƯ THẾ NÀO ?
- 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

2

---

---

---

---

---

---

---

- 3.3 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG - EPS
- 3.4 XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP BẰNG MÔ HÌNH DCF

3

---

---

---

---

---

---

---

### 3.1 CÁC CỔ PHẦN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẠI CHÚNG ĐƯỢC GIAO DỊCH NHƯ THẾ NÀO ?

- Việc phát hành các cổ phần mới để gia tăng vốn được diễn ra trên Thị trường sơ cấp ( Primary market)
- Thị trường giao dịch các cổ phần đang lưu hành được gọi là thị trường thứ cấp ( Secondary market).
- Việc giao dịch cổ phần tự thân nó không làm gia tăng thêm vốn mới cho công ty nhưng làm tăng tính thanh khoản cho các chứng khoán

4

---

---

---

---

---

---

---

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

- Sử dụng mô hình DCF (The Discounted Cash Flow) để tính hiện giá cổ phần tương tự như tính hiện giá của bất kỳ một tài sản nào khác.
- $PV(\text{giá cổ phần}) = PV(\text{các thu nhập cổ tức mong đợi trong tương lai})$

5

---

---

---

---

---

---

---

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

- **Giá trị cổ phần ở thời điểm hiện tại**  
Các cổ đông đang nắm giữ các cổ phần thường sẽ nhận được thu nhập dưới hai hình thức :
  1. Cổ tức
  2. Chênh lệch giá cổ phần.

6

---

---

---

---

---

---

---

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

Gọi  $r$  là tỷ suất sinh lợi

$$r = \frac{DIV_1 + P_1 - P_0}{P_0} = \frac{DIV_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

7

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

- Xác định giá trị cổ phần vào những năm sau đó ra sao ?

Giá trị của cổ phần trong tương lai sẽ không dễ dàng được dự đoán trực tiếp. Nhưng chúng ta có thể xác định một cách gián tiếp và tuần tự như sau :

8

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

$$\text{Ta có } P_1 = \frac{DIV_2 + P_2}{1+r} \quad \text{Mà } P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r}$$

$$\begin{aligned} \Rightarrow & \frac{1}{1+r} \left( DIV_1 + \frac{DIV_2 + P_2}{1+r} \right) = \\ & = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2 + P_2}{(1+r)^2} \end{aligned}$$

9

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

- Trên thực tế chúng ta có thể kết nối giá hiện tại của cổ phần với các mức cổ tức và giá cổ phần trong tương lai tại bất kỳ thời điểm nào mà ta mong muốn. Gọi H là thời điểm kết thúc:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DIV_H + P_H}{(1+r)^H}$$

$$= \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_H}{(1+r)^H}$$

10

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

- Một công ty cổ phần có thời gian hoạt động được xem như là vô hạn, Như vậy khoảng thời gian H là không xác định và giá trị hiện tại của giá cổ phần vào năm thứ n -  $P_n$  sẽ tiến về 0. Như vậy giá cổ phần ở hiện tại chính là tổng hiện giá các khoản thu nhập cổ tức trong tương lai cho đến vô hạn :

$$P_0 = \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

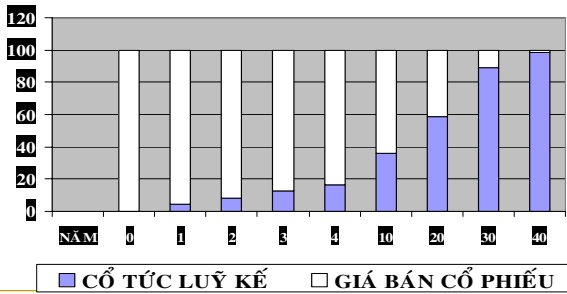
11

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?

THỜI GIAN (H)	GIÁ TRỊ TƯƠNG LAI MONG ĐỢI		GIÁ TRỊ HIỆN TẠI		TỔNG CỘNG
	Cổ tức (DIV <sub>t</sub> )	Giá bán cổ phần vào năm t (P <sub>t</sub> )	Cổ tức lũy kế	Giá bán cổ phần	
0	-	100	-	100,00	100
1	5,00	110	4,35	95,65	100
2	5,50	121	8,51	91,49	100
3	6,05	133,10	12,48	87,52	100
4	6,66	146,41	16,29	83,71	100
....	....	....	....	....	....
10	11,79	259,37	35,89	64,11	100
20	30,58	672,75	58,89	41,11	100
50	533,59	11.739,09	89,17	10,83	100
100	62.639,15	1.378.061,2	98,83	1,17	100

12

### 3.2 CÁC CỔ PHIẾU THƯỜNG ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ NHƯ THẾ NÀO?



13

### 3.3 PHƯƠNG PHÁP ĐƠN GIẢN ĐỂ DỰ ĐOÁN TỶ LỆ VỐN HOÁ THEO THỊ TRƯỜNG CỦA CỔ PHIẾU ( r )

- Mô hình tăng trưởng đều vĩnh viễn giải thích giá trị hiện tại  $P_0$  trong những điều kiện có được thông tin về  $DIV_1$ ,  $g$ , và tỷ suất lợi nhuận bình quân của các chứng khoán khác có cùng mức độ rủi ro  $r$ . Như vậy mô hình này cũng được sử dụng để giúp xác định  $r$  từ  $DIV_1$ ,  $P_0$ , và  $g$ :

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g$$

14

### 3.3 PHƯƠNG PHÁP ĐƠN GIẢN ĐỂ DỰ ĐOÁN TỶ LỆ VỐN HOÁ THEO THỊ TRƯỜNG CỦA CỔ PHIẾU ( r )

- Cách dự đoán thứ hai của tỷ lệ vốn hoá theo thị trường ( $r$ ): Có thể thay thế cách tiếp cận trên bằng một phương cách khác là dựa trên **tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ số cổ tức trên thu nhập mỗi cổ phần thường**.

Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức =  $g$  =

= Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại x ROE

15

3.3 PHƯƠNG PHÁP ĐƠN GIẢN ĐỂ DỰ ĐOÁN TỶ LỆ VỐN HOÁ THEO THỊ TRƯỜNG CỦA CỔ PHIẾU ( r )				
	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Giá trị sổ sách của vốn cổ phần	10,00	12,00	14,40	15,55
Thu nhập mỗi cổ phần - EPS	2,50	3,00	2,30	2,49
Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu - ROE	0,25	0,25	0,16	0,16
Cổ tức trên một cổ phần - DIV	0,50	0,60	1,15	1,24
Tốc độ tăng trưởng của cổ tức	-	0,20	0,92	0,08

16

---

---

---

---

---

---

---

---

3.3 PHƯƠNG PHÁP ĐƠN GIẢN ĐỂ DỰ ĐOÁN TỶ LỆ VỐN HOÁ THEO THỊ TRƯỜNG CỦA CỔ PHIẾU ( r )				
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Một lưu ý cuối cùng : không nên sử dụng mô hình tăng trưởng đều bất biến một cách đơn giản để thử nghiệm sự chính xác của thị trường khi đánh giá giá trị của cổ phần.</li> <li>■ Nếu ước lượng về giá trị cổ phần có khác so với thị trường thì điều này là hoàn toàn có khả năng bởi vì bạn đã sử dụng các thông tin dự đoán về cổ tức hết sức đơn sơ. Nên nhớ rằng không có phương cách hữu hiệu nào để có thể kiểm tiền từ thị trường chứng khoán hữu hiệu cả!</li> </ul>				

17

---

---

---

---

---

---

---

---

3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN				
<b>THƯỜNG – EPS</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Các nhà đầu tư thường sử dụng thuật ngữ <i>cổ phần tăng trưởng</i> và <i>cổ phần thu nhập</i> trong phân biệt các loại cổ phần khi lựa chọn đầu tư</li> <li>■ Nếu nhà đầu tư lựa chọn đầu tư vào <i>cổ phần tăng trưởng</i> thì họ sẽ nhận được chênh lệch do chuyển nhượng vốn đầu tư ( capital gain) và như vậy họ quan tâm đến tăng trưởng dài hạn trong tương lai hơn là quan tâm đến các khoản cổ tức được chia năm sau.</li> </ul>				

18

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG – EPS

- Trường hợp còn lại, các nhà đầu tư ưu tiên mua *cổ phần thu nhập* chỉ vì mục tiêu đơn giản là họ thích nhận các khoản cổ tức bằng tiền mặt hơn .

19

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG – EPS

- Một công ty không phải lúc nào cũng luôn tăng trưởng. Nó có thể sẽ không giữ lại bất kỳ một tỷ lệ thu nhập giữ lại nào và như vậy cổ tức được chia hàng năm sẽ không thay đổi và Cổ phiếu của nó sẽ giống như một trái phiếu có kỳ hạn vĩnh viễn .

20

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG – EPS

- Tỷ suất hoàn vốn mong đợi của một công ty đang tăng trưởng có thể bằng với tỷ số thu nhập trên giá thị trường. Vấn đề là thu nhập được tái đầu tư có tạo nên một tỷ suất sinh lợi lớn hơn hay lại giảm đi so với tỷ suất sinh lợi được vốn hoá theo thị trường.

21

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG – EPS

- Quyết định thực hiện dự án đầu tư sẽ ảnh hưởng ra sao đối với giá trị cổ phần của công ty? Câu trả lời rõ ràng là không có ảnh hưởng gì. Sự giảm giá trị cổ phần có nguyên nhân bởi cổ tức không được chia vào năm 1 được đền bù vừa đúng bằng sự tăng giá trị của cổ phần có nguyên nhân từ cổ tức được chia vượt trội vào năm sau đó.

22

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG – EPS

- Lưu ý rằng tỷ số thu nhập trên giá thị trường được đo lường trong điều kiện của  $EPS_1$  thu nhập mong đợi năm sau chia cho giá thị trường hiện tại  $P_0$ , ngang bằng với tỷ suất vốn hoá theo thị trường ( $r$ ) chỉ khi NPV của dự án mới bằng 0.
- Đây là điểm quan trọng nhất mà các nhà quản trị thường bị vấp phải khi đưa ra những quyết định tài chính sai lầm bởi vì họ nhầm lẫn giữa tỷ số thu nhập trên giá thị trường với tỷ suất vốn hoá theo thị trường.

23

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG – EPS

- Chúng ta có thể cho rằng giá cổ phần chính là giá trị bình quân của các khoản thu nhập được vốn hoá trong điều kiện chính sách công ty là không tăng trưởng và được chiết khấu bằng tỷ suất vốn hoá theo thị trường, cộng với **PVGO, giá trị hiện tại của tất cả các cơ hội tăng trưởng**, như sau:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO$$

24

---

---

---

---

---

---

---

---



### 3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG – EPS

- Tỷ số thu nhập trên giá thị trường do đó sẽ là :

$$\frac{EPS}{P_0} = r \left( 1 - \frac{PVGO}{P_0} \right)$$

25

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.4 MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU VÀ THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN THƯỜNG – EPS

- Ta thấy  $r$  sẽ được dự đoán ở mức thấp hơn nếu PVGO là dương và sẽ được dự đoán cao hơn nếu PVGO là âm. Trường hợp sau thì ít có khả năng hơn vì hiếm khi công ty bị buộc phải thực hiện những dự án có NPV âm.

26

---

---

---

---

---

---

---

---

## TÓM LẠI

- Giá cổ phần ở hiện tại phản ánh những mong đợi của nhà đầu tư cổ phần về những hoạt động đầu tư của công ty được thực hiện trong tương lai.
- Những cổ phần tăng trưởng được bán ở mức giá cao (tỷ số giá thị trường trên thu nhập cổ phần thường (P/E) cao) bởi vì các nhà đầu tư sẵn lòng trả ngay ở hiện tại cho những thu nhập trong tương lai mà họ mong đợi là sẽ tốt hơn, những thu nhập tốt hơn này có được từ những khoản đầu tư tiềm năng trong tương lai mà hiện tại chưa từng được thực hiện.

27

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.5 XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP BẰNG MÔ HÌNH DCF

- Các nhà đầu tư thường mua và bán các cổ phần là những cổ phần thường. Trong khi các công ty có thể mua và bán cả một doanh nghiệp.
- Mô hình chiết khấu dòng tiền DCF mà chúng ta đã đề cập trong chương này có được các công ty sử dụng khi mua bán các cổ phần hoặc mua bán cả một doanh nghiệp hay không?

28

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.5 XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP BẰNG MÔ HÌNH DCF

- Giá trị hiện tại của cổ phần hay một doanh nghiệp luôn bằng với dòng thu nhập cổ tức trong tương lai của doanh nghiệp và được chiết khấu về hiện tại với tỷ suất chiết khấu đúng bằng chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn.
- Cổ tức chỉ bao gồm những khoản cổ tức được thanh toán trên những cổ phần hiện hữu.
- 

29

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.5 XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP BẰNG MÔ HÌNH DCF

- Một công ty có thể vào một thời điểm nào đó trong tương lai quyết định phát hành thêm một số cổ phần mới, mà những cổ phần này sau đó sẽ được quyền gia nhập vào số những cổ phần được chia cổ tức trong tương lai.
- *Tổng giá trị những cổ phần hiện tại của công ty thì ngang bằng với giá trị chiết khấu của một tỷ lệ nào đó tổng thu nhập cổ tức trong tương lai, một tỷ lệ tổng cổ tức mà sẽ được chi trả cho số cổ phần đang lưu hành ở hiện tại.*

30

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.5 XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP BẢNG MÔ HÌNH DCF

- Một cách tiếp cận khác, bạn có thể giả định rằng các cổ đông hiện tại sẽ mua bất kỳ một cổ phần mới nào mà công ty phát hành. Trong trường hợp này, các cổ đông sẽ gánh tất cả chi phí đầu tư tương lai và nhận tất cả những lợi nhuận mà những việc đầu tư này mang lại. Dòng tiền ròng mà các cổ đông có được sau khi các khoản đầu tư tương lai được thực hiện đôi khi được hiểu như là **dòng tiền thực** (Free Cash Flow – FCF)

31

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.5 XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP BẢNG MÔ HÌNH DCF

- Các công ty tăng trưởng thường đầu tư nhiều hơn ngoài nguồn vốn khấu hao mà họ có được. Nói cách khác những công ty này thực hiện **đầu tư ròng**. Khi thu nhập từ lợi nhuận vượt hơn khoản đầu tư ròng thì dòng tiền thực sẽ dương và cổ tức thanh toán sẽ vượt quá giá trị của mỗi cổ phần phát hành mới. Khi lợi nhuận thấp hơn khoản đầu tư ròng dòng tiền thực sẽ âm và giá trị cổ phần mới sẽ lớn hơn mức cổ tức được trả.

32

---

---

---

---

---

---

---

---

### 3.5 XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP BẢNG MÔ HÌNH DCF

- Nếu các cổ đông hiện tại mua tất cả những cổ phần mới mà công ty phát hành thì họ sẽ nhận được phần thu nhập từ khoản đầu tư thực. Giá trị công ty do đó có thể được tính như sau :

$$\begin{aligned} PV ( công ty ) &= PV ( dòng tiền thực ) \\ &= PV ( Thu nhập từ lợi nhuận - giá trị đầu tư ròng ) \end{aligned}$$

33

---

---

---

---

---

---

---

---