

## Bài giảng 5 & 6 :

# Cổ phiếu và mô hình chiết khấu cổ tức

Phân tích tài chính  
Học kỳ xuân  
MPP4- 2012

Phân tích tài c hính

Trần Thị Quế Giang

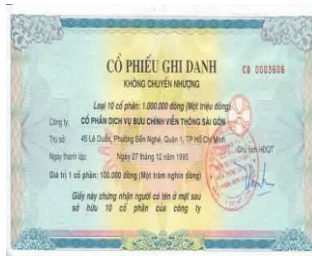
1

## Nội dung

- Cổ phiếu:
  - Một số khái niệm cơ bản
  - Một số loại cổ phiếu
  - Chính sách cổ tức
- Định giá cổ phiếu: mô hình chiết khấu cổ tức
  - Mô hình một giai đoạn
  - Mô hình hai giai đoạn
  - Mô hình ba giai đoạn

2

# 1. CỔ PHIẾU



3

## Một số khái niệm cơ bản

- **Chứng khoán** là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với tài sản hoặc phân vốn của tổ chức phát hành. Chứng khoán được thể hiện dưới hình thức chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử, bao gồm các loại sau đây:
  - a) Cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ;
  - b) Quyền mua cổ phần, chứng quyền, quyền chọn mua, quyền chọn bán, hợp đồng tương lai, nhóm chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán.
  - c) Hợp đồng góp vốn đầu tư;
  - d) Các loại chứng khoán khác do Bộ Tài chính quy định.”
- **Cổ phiếu** là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành.
- **Cổ đông lớn** là cổ đông sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ năm phần trăm trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành.

4

**Điều 6, Luật chứng khoán sửa đổi 2010**

## Một số khái niệm cơ bản

### Quyền và nghĩa vụ của cổ đông

- Quyền
  - Quyền kiểm soát quản lý (quyền bỏ phiếu ở Đại hội cổ đông)
  - Quyền lợi tài chính: quyền nhận cổ tức, quyền đối với vốn điều lệ
  - Quyền tiếp nhận thông tin: Bản cáo bạch, trích lục danh sách cổ đông, biên bản họp ĐHCĐ...
- Nghĩa vụ
  - Nghĩa vụ tài chính giới hạn ở phần đóng góp
  - Được trả tiền (cổ tức hay tiền/hiện vật trong trường hợp phá sản) sau tất cả những người có quyền khác đối với doanh nghiệp (người lao động, khách hàng, chủ nợ, nghĩa vụ thuế)

5

## Một số khái niệm cơ bản

### • Mệnh giá chứng khoán

1. Chứng khoán chào bán ra công chúng trên lãnh thổ nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam được ghi bằng đồng Việt Nam.
2. Mệnh giá cổ phiếu, chứng chỉ quỹ chào bán lần đầu ra công chúng là mười nghìn đồng Việt Nam. Mệnh giá của trái phiếu chào bán ra công chúng là một trăm nghìn đồng Việt Nam và bội số của một trăm nghìn đồng Việt Nam.

- *Điều 10, Luật chứng khoán sửa đổi 2010*

6

## Một số loại cổ phiếu

- Phân loại theo đặc điểm quyền lợi của cổ phiếu:
  - Cổ phiếu thường (common stock), cổ phiếu trả cổ tức bằng tiền mặt, cổ phiếu trả cổ tức bằng cổ phiếu, cổ phiếu ưu tiên trả cổ tức, cổ phiếu có 2 quyền biểu quyết,...
  - Cổ phiếu ưu đãi (preferred stock)
  - Cổ phiếu vàng (golden share)
  - Cổ phiếu chuyển đổi: cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi, cổ phiếu chuyển đổi từ trả cổ tức bằng cổ phiếu sang trả cổ tức bằng tiền mặt....
- Phân loại theo đặc điểm của công ty phát hành:
  - Cổ phiếu thu nhập: không có tái đầu tư mà lợi nhuận chủ yếu được sử dụng để trả cổ tức ( $EPS = D$ )
  - Cổ phiếu tăng trưởng: giá trị hiện tại ròng của các khoản đầu tư trong tương lai chiếm tỷ phần đáng kể trong giá cổ phiếu. Thường được bán với tỷ số P/E cao.

7

## Chính sách cổ tức

- Tỷ lệ trả cổ tức (Dividend Payout): tỷ lệ lợi nhuận được dành để chi trả cổ tức trên tổng lợi nhuận (Dividends/Earnings)
- Lợi suất cổ tức (Dividend Yield): tỷ lệ thu nhập cổ tức hàng năm so với giá cổ phiếu (Dividends/ Stock Price)
  - Tại sao doanh nghiệp trả cổ tức?
  - Thuế và chính sách cổ tức
  - Lý thuyết người ủy quyền – người thừa hành và chính sách cổ tức
  - Lý thuyết phát tín hiệu và chính sách cổ tức
  - Một số yếu tố xác định chính sách cổ tức

8

## Chính sách cổ tức

- Quy trình trả cổ tức:

	Ngày giao dịch không hưởng quyền	Ngày đăng ký cuối cùng	Ngày thanh toán	Cổ tức (VND)
Cổ tức đợt II,	11/26/2008	11/28/2008	12/15/2008	1900
Cổ tức đợt I,	08/18/2008	08/20/2008	09/05/2008	1000
Phát hành cổ phiếu	01/31/2007	02/02/2007	02/15/2007	

- Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu:

Tỷ lệ hưởng quyền	Giá phát hành (VND)	Số cổ phiếu phát hành	Số cổ phiếu niêm yết thêm
0.05	10000	8,347,500	8,325,670

9

## 2. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

### Mô hình chiết khấu cổ tức

10

## Phân tích giá trị cổ phiếu

- Phân tích kỹ thuật – Technical analysis
  - Quan điểm: giá cổ phiếu biến động theo xu thế nên phát hiện ra xu thế sẽ dự báo được giá tương lai.
  - Định giá cổ phiếu trong tương lai trên cơ sở số liệu quá khứ về giá của cổ phiếu đó.
  - Công cụ: Đồ thị, biểu đồ xu thế, một số kiểu hình đặc trưng...
  - Phân tích kỹ thuật không nằm trong nội dung của khóa học này.
- Phân tích dựa vào yếu tố căn bản – Fundamental analysis
  - Quan điểm: Giá cổ phiếu phụ thuộc vào đặc điểm của doanh nghiệp và các biến số kinh tế vĩ mô
  - Lý thuyết Thị trường hiệu quả (Fama) và các mô hình định giá
  - Đầu vào: thông số tài chính của doanh nghiệp
  - Đầu ra: giá trị kỳ vọng và suất sinh lợi kỳ vọng của cổ phiếu

11

## Phân tích dựa vào yếu tố căn bản

- Định giá dựa vào so sánh các tỷ số tài chính
- Định giá dựa vào ngân lưu
  - Ngân lưu doanh nghiệp
  - Ngân lưu vốn chủ sở hữu
  - Giá trị hiện tại hiệu chỉnh (APV)
  - Giá trị gia tăng kinh tế (EVA)
- Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM)

12

## Mô hình chiết khấu cổ tức (dividend discount model – DDM)

- Giá trị cổ phiếu bằng giá trị hiện tại của ngân lưu mà cổ đông kỳ vọng sẽ nhận được khi nắm giữ cổ phiếu.
- Giá trị này tương đương với giá trị hiện tại của tất cả cổ tức tương lai.
- Ngân lưu chiết khấu (Discounted cash flow – DCF)  
(với P là giá trị cổ phiếu, D là cổ tức, k là suất chiết khấu và t là thời gian)

$$\begin{aligned}
 P_t &= \frac{D_{t+1}}{1+k} + \frac{P_{t+1}}{1+k} \\
 &= \frac{D_{t+1}}{1+k} + \frac{1}{1+k} \left( \frac{D_{t+2}}{1+k} + \frac{P_{t+2}}{1+k} \right) \\
 &= \frac{D_{t+1}}{1+k} + \frac{D_{t+2}}{(1+k)^2} + \frac{P_{t+2}}{(1+k)^2} \\
 &= \frac{D_{t+1}}{1+k} + \frac{D_{t+2}}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_{t+n}}{(1+k)^n} + \frac{D_{t+n+1}}{(1+k)^{n+1}} + \dots
 \end{aligned}$$

13

## Mô hình tăng trưởng cổ tức Gordon Growth Model

- Các thông số cần thiết:
  - Dự báo tốc độ tăng trưởng cổ tức để tính được  $D_{t+n}$
  - Suất chiết khấu k: Chi phí cơ hội của vốn hay suất sinh lợi kỳ vọng của nhà đầu tư.
- Có 3 mô hình dựa trên 3 giả thiết về tăng trưởng cổ tức:
  - *Mô hình 1*: cổ tức tăng trưởng với tốc độ không đổi mãi mãi.
  - *Mô hình 2*: cổ tức tăng trưởng với tốc độ không đổi trong 1 số năm nhất định, sau đó chuyển sang một tốc độ tăng trưởng thấp hơn (và không đổi) từ đó cho đến mãi mãi.
  - *Mô hình 3*: cổ tức tăng trưởng với tốc độ không đổi trong 1 số năm nhất định, sau đó tăng trưởng với tốc độ giảm dần trong một số năm, rồi cuối cùng thì giữ nguyên tốc độ tăng trưởng từ đó cho đến mãi mãi.

14

## Xác định suất chiết khấu

- $k$  : tỷ lệ chiết khấu, tỷ suất sinh lợi mà nhà đầu tư kỳ vọng thu được khi đầu tư vào cổ phiếu, chi phí vốn cổ phần.
- $k$  phụ thuộc vào mức độ rủi ro của cổ phiếu.
- Phương pháp xác định  $k$  phổ biến nhất là dựa vào mô hình CAPM:

$$k = E[r] = r_f + \beta * (E[r_m] - r_f)$$

trong đó,  $E[r]$  là suất sinh lợi kỳ vọng ( $= k$ )

$r_f$  là lãi suất phi rủi ro (%/năm)

$E[r_m]$  là suất sinh lợi kỳ vọng của thị trường; và

$\beta$  là hệ số beta của cổ phiếu.

- Biết được các thông số  $r_f$ ,  $\beta$  và  $E[r_m]$ , ta có thể tính  $k$ .

15

## Mô hình tăng trưởng đều mãi mãi (1 giai đoạn)

- Phạm vi áp dụng:
  - Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng ổn định
  - Doanh nghiệp trả cổ tức cao
  - Doanh nghiệp có tỷ lệ nợ ổn định
- Giả định: Cổ tức tăng trưởng mãi mãi với tốc độ ổn định,  $g$   
 $D_1$  là cổ tức trong giai đoạn kế tiếp

Năm      1          2          3          ....

Cổ tức    $D_1$        $D_1(1+g)$     $D_1(1+g)^2$    ....

- Giá trị hiện tại của dòng cổ tức trong tương lai:

$$P = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \frac{D_1(1+g)^3}{(1+k)^4} + \dots$$

$$P = \frac{D_1}{1+k} \left[ 1 + \frac{1+g}{1+k} + \left(\frac{1+g}{1+k}\right)^2 + \left(\frac{1+g}{1+k}\right)^3 + \dots \right]$$

$$P = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

16



### Ví dụ đơn giản (BKM, chương 13): Công ty dùng toàn bộ thu nhập để trả cổ tức và không có tăng trưởng

- Công ty A và B cùng có:
  - Thu nhập b/q 1 cổ phần trong năm tới:  $EPS_1 = 5.000$  VND
  - Chi phí vốn chủ sở hữu:  $k = 12,5\%$
- Công ty A duy trì chính sách từ nay đến mãi mãi về sau là toàn bộ khoản thu nhập của Công ty A được dùng để trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông.
  - $D_1 = EPS_1 = 5.000$
  - Vì Công ty A không giữ lại thu nhập để tái đầu tư, vốn và khả năng tạo thu nhập của công ty sẽ không đổi qua các năm. Như vậy, EPS và cổ tức của A hàng năm sẽ không đổi.
  - Ngân lưu mà cổ đông của A nhận được sẽ là khoản cổ tức không đổi ( $D = 5.000$ ) từ nay cho đến mãi mãi về sau.
- Giá trị một cổ phần cổ phần của công ty A:
  - $P_A = D_1/k = 5.000/0,125 = 40.000$  VND

17

### Ví dụ đơn giản (BKM, chương 13): Công ty giữ lại một phần thu nhập để tái đầu tư và có tăng trưởng

- Công ty B có cơ hội đầu tư vào các dự án với suất sinh lợi trên vốn đầu tư  $ROE = 15\%$
- Vì B có thể đầu tư với suất sinh lợi lớn hơn chi phí vốn của mình, nên cổ đông của B có thể có lợi nếu một phần thu nhập được giữ lại để tái đầu tư.
  - Tỷ lệ tái đầu tư (plowback ratio) hay tỷ lệ thu nhập giữ lại (earnings retention ratio):  $b = 60\%$
  - Cổ tức:  $D_1 = EPS_1 \times (1 - b) = 5.000 \times (1 - 60\%) = 2.000$  VND
  - Giá trị tái đầu tư:  $EPS_1 \times b = 5.000 \times 60\% = 3.000$  VND
  - Vốn năm 1 của công ty vẫn tạo ra thu nhập 5.000 VND vào năm 2
  - Giá trị tái đầu tư năm 1 với suất sinh lợi 15% sẽ tạo ra thu nhập vào năm 2 là:  $[EPS_1 \times b] \times ROE = 3.000 \times 0,15 = 450$  VND
  - Thu nhập vào năm 2:  
 $EPS_2 = EPS_1 + [EPS_1 \times b] \times ROE = EPS_1(1 + ROE \times b) = 5.450$  VND
  - Cổ tức năm sau:  
 $D_2 = EPS_2 \times (1 - b) = EPS_1(1 + ROE \times b)(1 - b) = 2.180$  VND
  - Tốc độ tăng cổ tức:  $g = (D_2 - D_1)/D_1 = (2.180 - 2.000)/2.000 = 9\%$

18

## Tốc độ tăng trưởng cổ tức, $g$

- Cổ tức năm 1:

$$D_1 = \text{EPS}_1 \times (1 - b)$$

- Cổ tức năm 2:

$$D_2 = \text{EPS}_1(1 + \text{ROE} \times b)(1 - b)$$

- Tốc độ tăng cổ tức:

$$g = (D_2 - D_1)/D_1 \\ = [\text{EPS}_1(1 + \text{ROE} \times b)(1 - b) - \text{EPS}_1 \times (1 - b)]/\text{EPS}_1 \times (1 - b)$$

$$g = \text{ROE} \times b = 15\% \times 60\% = 9\%$$

**Tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu nhân với tỷ lệ tái đầu tư**

- Giá trị một cổ phần cổ phần của công ty B:

$$P_B = D_1/(k - g) = 2.000/(0,125 - 0,09) = 57.143 \text{ VND}$$

19

## Ý nghĩa của công thức tính tốc độ tăng trưởng

- Tỷ lệ tái đầu tư (Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại) =  $b \rightarrow$  Tỷ lệ trả cổ tức =  $1 - b$
- Cổ tức  $D_1 = \text{EPS}_1 \times (1 - b) \rightarrow$  tốc độ tăng trưởng cổ tức ( $g$ ) = tốc độ tăng trưởng thu nhập.
- Thu nhập =  $\text{ROE} \times$  giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu
- $\rightarrow$  Nếu ROE không đổi, tốc độ tăng trưởng thu nhập = tốc độ tăng trưởng của vốn CSH theo giá trị sổ sách
- $\text{VCSH}_{n+1} = \text{VCSH}_n + b \times \text{Thu nhập} = \text{VCSH}_n (1 + \text{Thu nhập tái đầu tư} / \text{VCSH}_n)$
- $\rightarrow$  tốc độ tăng trưởng = Thu nhập tái đầu tư / Giá trị sổ sách của vốn CSH

$$g = \frac{\text{Thu nhập dùng để tái đầu tư}}{\text{Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu}} = \underbrace{\frac{\text{Thu nhập dùng để tái đầu tư}}{\text{Tổng thu nhập}}}_b \times \underbrace{\frac{\text{Tổng thu nhập}}{\text{Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu}}}_{\text{ROE}} \\ \text{Tỷ lệ tái đầu tư} \qquad \qquad \qquad \text{Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu}$$

20

## Mô hình 2 giai đoạn

- Cổ tức tăng trưởng với tốc độ không đổi trong 1 số năm nhất định, sau đó chuyển sang một tốc độ tăng trưởng thấp hơn (và không đổi) từ đó cho đến mãi mãi.
- Phạm vi áp dụng:
  - Doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng chưa ổn định nhưng cũng đã hạn chế;
  - Doanh nghiệp trả cổ tức tương đối gần với ngân lưu vốn chủ sở hữu
  - Ngân lưu vốn chủ sở hữu khó ước tính được.
- Giả định:
  - Ban đầu, trong một số năm nhất định (n năm), cổ tức tăng nhanh với tốc độ không đổi là  $g_1$ ,
  - Sau đó, tốc độ tăng cổ tức sẽ giảm xuống còn  $g_2$  tương đương với tốc độ tăng trưởng của một doanh nghiệp bình quân trong ngành.
  - Chi phí cơ hội của vốn cổ phần không đổi ( $k$ )

21

## Mô hình 2 giai đoạn (t.t)

- Dòng cổ tức trong tương lai:

Năm	1	2	3	....	n	n+1	...
Cổ tức	$D_1$	$D_1(1+g_1)$	$D_1(1+g_1)^2$	....	$D_1(1+g_1)^{n-1}$	$D_1(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)$	...

- Giá trị hiện tại của dòng cổ tức trong tương lai:

$$P = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_1(1+g_1)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g_1)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}}{(1+k)^n} + \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)}{(1+k)^{n+1}} + \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)^2}{(1+k)^{n+2}} + \dots$$

22

## Mô hình 2 giai đoạn (t,t)

- Giá trị hiện tại của giai đoạn 1:

$$P_1 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_1(1+g_1)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g_1)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}}{(1+k)^n}$$

$$= \frac{D_1}{1+k} \left[ 1 + \frac{1+g_1}{1+k} + \left(\frac{1+g_1}{1+k}\right)^2 + \dots + \left(\frac{1+g_1}{1+k}\right)^{n-1} \right] = \frac{D_1}{k-g_1} \left[ 1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k}\right)^n \right]$$

- Giá trị hiện tại của giai đoạn 2:

$$P_2 = \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)}{(1+k)^{n+1}} + \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)^2}{(1+k)^{n+2}} + \dots$$

$$= \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)}{(1+k)^{n+1}} \left[ 1 + \frac{1+g_2}{1+k} + \left(\frac{1+g_2}{1+k}\right)^2 + \dots \right] = \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)}{(1+k)^n(k-g_2)}$$

- Giá trị cổ phiếu:

$$P = \frac{D_1}{k-g_1} \left[ 1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k}\right)^n \right] + \frac{D_1(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)}{(1+k)^n(k-g_2)}$$

23

## Mô hình 3 giai đoạn

- Cổ tức tăng trưởng với tốc độ không đổi trong một số năm nhất định, sau đó tăng trưởng với tốc độ giảm dần trong một số năm, rồi cuối cùng thì giữ nguyên tốc độ tăng trưởng từ đó cho đến mãi mãi.
- Mô hình 2 có nhược điểm là tốc độ tăng cổ tức giảm *đột ngột* từ  $g_1$  xuống  $g_2$ . Mô hình 3 khắc phục nhược điểm này bằng cách cho tốc độ tăng cổ tức giảm dần từ  $g_1$  xuống  $g_2$ .
- Theo mô hình này, chúng ta có 3 giai đoạn: giai đoạn cổ tức tăng với tốc độ  $g_1$ ; giai đoạn cổ tức tăng với tốc độ giảm dần từ  $g_1$  xuống  $g_2$ ; và giai đoạn cổ tức tăng với tốc độ  $g_2$ .
- Công thức tính trong trường hợp này khá công kênh nên không hữu ích nhiều.

24

## Ví dụ : Công ty A & F

Công ty cổ phần sản xuất hàng tiêu dùng A & F là thương hiệu có tiếng trong nước. Nếu vẫn trung thành với chiến lược kinh doanh hiện tại, công ty có thể tiếp tục tăng trưởng ổn định mãi mãi. Tuy nhiên, trước tình hình phát triển kinh tế của đất nước những năm gần đây, nhất là sau khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO, ban giám đốc cân nhắc hai chiến lược phát triển mới của A&F.

Hãy định giá một cổ phần của A & F trong trường hợp (a) không thay đổi chiến lược kinh doanh hoặc (b) thay đổi theo chiến lược thứ nhất, hay (c) theo chiến lược thứ hai.

Hiện tại,

Lợi nhuận sau thuế/ cổ phần, năm 2008 ( $EPS_{2008}$ ) = 3440 VND

Cổ tức tiền mặt/Cổ phần, năm 2008 ( $D_{2008}$ ) = 1500

Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) = 12%

Chi phí vốn CSH ( $k$ ) = 10%

25

## Theo chiến lược thứ nhất:

Đa dạng hóa mặt hàng để tiếp cận được nhiều đối tượng tiêu dùng hơn. Dự kiến chiến lược này sẽ mang lại khả năng tăng trưởng cao trong 3 năm, sau đó A & F sẽ lại đi vào ổn định.

Giai đoạn tăng trưởng nhanh:

*Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) = 18%*

*Chi phí vốn CSH ( $k$ ) = 14%*

Giai đoạn tăng trưởng ổn định.

*Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) = 13%*

*Chi phí vốn CSH ( $k$ ) = 10%*

*Tốc độ tăng trưởng ( $g$ ) = 5%*

26

## Theo chiến lược thứ hai:

Mở rộng thị trường bằng cách hướng tới xuất khẩu hàng hoá sang Châu Âu. Trong 3 năm đầu, cách này sẽ mang lại khả năng tăng trưởng cao hơn cách thứ nhất. Tuy nhiên, sau đó tăng trưởng cũng giảm dần và 5 năm sau sẽ sang thời kỳ ổn định.

Giai đoạn tăng trưởng nhanh:

Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) = 20%

Chi phí vốn CSH ( $k$ ) = 14%

Giai đoạn chuyển đổi:

Chi phí vốn CSH ( $k$ ) giảm đều xuống 9% sau 5 năm

Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) giảm đều còn 15% sau 5 năm

Tốc độ tăng trưởng ( $g$ ) giảm đều còn 5% sau 5 năm

Giai đoạn tăng trưởng ổn định:

Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) = 15%

Chi phí vốn CSH ( $k$ ) = 9%

Tốc độ tăng trưởng ( $g$ ) = 5%

27

## So sánh : Định giá Trái Phiếu- Cổ phiếu

- Giá trị cổ phiếu (trái phiếu) bằng giá trị hiện tại của ngân lưu mà cổ đông (trái chủ) kỳ vọng sẽ nhận được khi nắm giữ cổ phiếu (trái phiếu).

	<b>Trái phiếu</b>	<b>Cổ phiếu</b>
Định nghĩa	Nợ	Vốn chủ sở hữu
Kỳ hạn	Xác định	Không xác định
Lợi nhuận	Lãi suất định kỳ, lợi vốn	Cổ tức, lợi vốn
Yếu tố định giá	Lãi suất định kỳ, $t$ (thời gian), kỳ đáo hạn, ngày trả lãi, MARR= $k$ (suất chiết khấu), YTM, IRR	MARR = $k$ (suất chiết khấu), $D$ (cổ tức), $g$ (tốc độ tăng trưởng cổ tức), ROE (suất sinh lợi trên vốn CSH), $b$ (tỷ lệ tái đầu tư), $t$ (thời gian)

28

## Tóm tắt : các mô hình tăng trưởng cổ tức

Mô hình 1 giai đoạn	Cổ tức tăng trưởng đều mãi mãi	$P = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}$
Mô hình 2 giai đoạn	-Cổ tức tăng trưởng đều n năm - tăng trưởng thấp hơn nhưng ổn định mãi mãi	$P = \frac{D_1}{k - g_1} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_1}{1 + k} \right)^n \right] + \frac{D_1(1 + g_1)^{n-1}(1 + g_2)}{(1 + k)^n (k - g_2)}$
Mô hình 3 giai đoạn	- Cổ tức tăng trưởng đều n năm - tốc độ tăng trưởng giảm dần trong một số năm; - Sau đó giữ tốc độ này ổn định mãi mãi	$P_1 = \frac{D_1}{k - g_1} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_1}{1 + k} \right)^n \right]$ $P_2 = \frac{D_1(1 + g_1)^{n-1}(1 + g_2)}{(1 + k)^{n+1}} + \frac{D_1(1 + g_1)^{n-1}(1 + g_2)(1 + g_3)}{(1 + k)^{n+2}} +$ $\dots + \frac{D_1(1 + g_1)^{n-1}(1 + g_2) \dots (1 + g_{d+1})}{(1 + k)^{n+d}}$ $P_3 = \frac{D_1(1 + g_1)^{n-1}(1 + g_2) \dots (1 + g_{d+1})(1 + g_{d+1})}{(1 + k)^{n+d} (k - g_{d+1})}$

29

## Một số lưu ý

- Tốc độ tăng trưởng dài hạn  $g$  không thể vượt quá tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế (GNP), thường thấp hơn 1-2%;
  - Ở Mỹ, mức cao thì  $g$  = lạm phát kỳ vọng chừng 5% + tăng trưởng GNP thực chừng 3% = 8% là cận trên của mức tăng trưởng cổ tức mãi mãi của công ty; cận dưới tương ứng là  $g = 3\% + 2\% = 5\%$ ;
  - Công ty đa quốc gia thì tính theo mức tăng trưởng nền kinh tế thế giới có thể cao hơn US 1%.
  - Mức lạm phát phải tương ứng với đồng tiền đang sử dụng trong định giá.
- Nếu kết quả định giá bằng mô hình DDM có vấn đề:
  - Giá tính được quá thấp: có thể do tỷ lệ trả cổ tức của doanh nghiệp ở giai đoạn ổn định quá thấp (DPS < 40%) → thử dùng mô hình FCFE ổn định; hoặc có thể do beta của doanh nghiệp ở giai đoạn ổn định cao → sử dụng beta gần bằng 1
  - Giá tính được quá cao: có thể do tốc độ tăng trưởng kỳ vọng quá cao đối với doanh nghiệp đã ở giai đoạn ổn định → sử dụng tốc độ tăng trưởng gần với tốc độ tăng GNP

30