



PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG CỔ TỨC TRONG XÁC ĐỊNH VỐN CHỦ SỞ HỮU TẠI DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN

ThS. NGUYỄN THU PHƯƠNG, TS. NGUYỄN PHI SƠN - Đại học Duy Tân

Theo thông lệ quốc tế, có nhiều phương pháp xác định giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào đặc điểm của doanh nghiệp, trình độ của đội ngũ chuyên viên thẩm định giá... Một trong những phương pháp thông dụng nhất được sử dụng để xác định giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cổ phần là phương pháp chiết khấu dòng cổ tức. Bài viết phân tích nội dung và đưa ra một số vấn đề cần lưu ý khi áp dụng phương pháp này.

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức trong xác định vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức là phương pháp định giá vốn chủ sở hữu (VCSH) doanh nghiệp (DN) theo cách tiếp cận phân tích các yếu tố kinh tế cơ bản như: Cổ tức dự kiến chi trả, tỷ suất sinh lợi mong đợi... Với phương pháp này có thể hiểu rằng, giá trị VCSH của một DN là giá trị của toàn bộ dòng tiền tương lai kỳ vọng DN sẽ tạo ra sau khi đã điều chỉnh bằng một tỷ lệ chiết khấu hợp lý. Đây là phương pháp xác định giá trị VCSH hay vốn cổ phần được các nhà đầu tư sử dụng phổ biến nhằm ra quyết định đầu tư. Phương pháp này được thực hiện dựa vào 3 giả thiết về mô hình tăng trưởng cổ tức của DN.

Phương pháp này được thực hiện dựa trên quan điểm giá trị VCSH của DN cổ phần là giá trị của toàn bộ dòng tiền tương lai mà nhà đầu tư kỳ vọng DN sẽ tạo ra với một tỷ lệ chiết khấu phù hợp. Mặc dù phương pháp này được áp dụng một cách thông dụng trong định giá VCSH, tuy nhiên quá trình áp dụng vẫn còn một số vấn đề cần phải chú ý.

Mô hình cổ tức tăng trưởng ổn định

Đây là mô hình ước tính giá trị VCSH của DN mà dòng cổ tức tăng trưởng với tốc độ ổn định mãi mãi. Theo mô hình này, cổ tức dự kiến hàng năm của DN là ổn định và dòng cổ tức tương lai của DN có tỷ lệ tăng trưởng dự kiến đều qua các năm (không thay đổi) và giá định DN hoạt động và tồn tại vĩnh viễn. Mô hình này phù hợp khi áp dụng đối với các DN có hoạt động kinh doanh ổn định. Cụ thể:

- Các DN dịch vụ công có tốc độ tăng trưởng ổn định.

- Các DN có chính sách chi trả cổ tức hợp lý, ổn định trong dài hạn.

Mô hình dòng cổ tức vô hạn và không đổi

Đây là mô hình ước tính giá trị VCSH của DN mà dòng cổ tức là cố định mãi mãi, không tăng trưởng. Trong trường hợp dòng cổ tức được dự kiến là một khoản tiền ổn định, giá định DN hoạt động và tồn tại vĩnh viễn với tỷ lệ tăng trưởng bằng 0%. Mô hình này phù hợp với các DN có hoạt động kinh doanh ổn định và có chính sách lấy lợi nhuận tạo ra hàng năm chi trả hết cổ tức cho cổ đông.

Mô hình cổ tức tăng trưởng không ổn định

Đây là mô hình nhiều giai đoạn tăng trưởng: Cổ tức tăng trưởng với tốc độ không đổi trong một số năm sau đó chuyển sang một tốc độ tăng trưởng thấp hơn và ổn định mãi mãi về sau (2 giai đoạn); hoặc giai đoạn tăng trưởng với tốc độ cao, giai đoạn quá độ và giai đoạn tăng trưởng thấp ổn định (3 giai đoạn).

Mô hình này áp dụng đối với các DN kinh doanh các mặt hàng, dịch vụ có doanh thu, lợi nhuận cao trong một thời gian; sau đó sẽ giảm xuống và giữ ở mức tăng trưởng ổn định qua các năm (ví dụ các DN có quyền chế tác trên sản phẩm).

Phương pháp xác định giá trị vốn chủ sở hữu qua 3 mô hình tăng trưởng cổ tức

Ví dụ: Công ty ABC có chính sách dự kiến vào

năm tiếp theo, năm hiện tại sẽ chia cổ tức cho các chủ sở hữu của công ty, mỗi năm là 8 tỷ đồng. Và tỷ suất sinh lợi mong muốn của thị trường trên vốn cổ phần công ty là 10%/năm.

- *Giả thiết 1:* Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức mong đợi của công ty hàng năm ổn định ở mức 7%.

Với giả thiết này, để ước tính giá trị VCSH của Công ty ABC chúng ta sẽ áp dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức dựa theo mô hình cổ tức tăng trưởng ổn định.

Giá trị VCSH của công ty sẽ được xác định dựa trên công thức:

$$P_0 = \frac{D}{r - g}$$

Trong đó:

D: Cổ tức dự kiến chia cho cổ đông đều hàng năm.

r: Tỷ suất sinh lợi mong muốn trên vốn cổ phần.

g: Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức dự kiến ổn định hàng năm.

(Với $r > g$)

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức là phương pháp khá phổ biến khi áp dụng để xác định giá trị vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp cổ phần đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên, nếu áp dụng một cách máy móc theo như điều kiện áp dụng của các mô hình này sẽ cho kết quả không thực sự hợp lý.

Với cổ tức dự kiến chia cho cổ đông $D = 8$ tỷ đồng; tỷ lệ tăng trưởng cổ tức hàng năm $g = 6\%$; tỷ suất lợi nhuận mong muốn $r = 10\%$ thì giá trị VCSH của công ty ABC sẽ là:

$$P_0 = \frac{8}{10\% - 7\%} = 200 \text{ tỷ đồng}$$

- *Giả thiết 2:* Công ty ABC dự kiến từ năm kế tiếp sẽ chia cho các chủ sở hữu mỗi năm là 8 tỷ đồng, tỷ lệ tăng trưởng cổ tức $g = 0\%$.

Với giả thiết này, để ước tính giá trị VCSH của Công ty ABC chúng ta sẽ áp dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức dựa theo mô hình cổ tức tăng trưởng vô hạn và không đổi.

Giá trị VCSH của công ty sẽ được xác định dựa trên công thức:

$$P_0 = \frac{D}{r}$$

Trong đó:

D: Cổ tức dự kiến chia cho cổ đông đều hàng năm.

r: Tỷ suất sinh lợi mong muốn trên vốn cổ phần.

Với cổ tức dự kiến chia cho cổ đông $D = 8$ tỷ đồng; tỷ suất lợi nhuận mong muốn $r = 10\%$; tỷ lệ tăng trưởng cổ tức $g = 0\%$ thì giá trị VCSH của công ty ABC sẽ là:

$$P_0 = \frac{8}{10\%} = 80 \text{ tỷ đồng}$$

- *Giả thiết 3:* Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của năm thứ 2, năm thứ 3 của công ty ABC là $g = 9\%$, và của năm thứ 4, năm thứ 5 là $g = 7\%$ và từ năm thứ 6 trở đi thì tăng trưởng ổn định là $g = 5\%$ /năm.

Với giả thiết này, để ước tính giá trị VCSH của công ty ABC chúng ta sẽ áp dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức dựa theo mô hình cổ tức tăng trưởng không ổn định.

Theo mô hình này, giá trị VCSH của DN sẽ được xác định dựa trên công thức:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

Trong đó:

P_0 : Giá trị VCSH của công ty thời điểm hiện tại.

D_t : Cổ tức chi trả dự kiến năm t.

r: Tỷ suất sinh lợi mong đợi trên vốn cổ phần.

P_n : Giá trị VCSH của công ty cuối năm n.

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{r - g_n}$$

g_n : Tỷ lệ tăng trưởng ổn định sau năm n.

Với dữ kiện cho ở giả thiết này, giá trị VCSH của công ty ABC sẽ được xác định như sau:

- Dự kiến cổ tức hàng năm công ty ABC sẽ chi trả:

Năm thứ 1: $D_1 = 8$ tỷ đồng.

Năm thứ 2: $D_2 = D_1(1+g_1) = 8(1+9\%) = 8,72$ tỷ đồng.

Năm thứ 3: $D_3 = D_1(1+g_1)^2 = 8(1+9\%)^2 = 9,5048$ tỷ đồng.

Năm thứ 4: $D_4 = D_3(1+g_2) = 9,5048(1+7\%) = 10,17014$ tỷ đồng.

Năm thứ 5: $D_5 = D_3(1+g_2)^2 = 9,5048(1+7\%)^2 = 10,88205$ tỷ đồng.

Năm thứ 6: $D_6 = D_5(1+g_3) = 10,88205(1+5\%) = 11,42615$ tỷ đồng.

- Từ năm thứ 6 trở đi thì tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của công ty ABC ổn định ở mức 5%, do đó giá trị VCSH của Công ty ABC vào cuối năm thứ 5 sẽ được xác định theo mô hình cổ tức tăng trưởng ổn định. Vậy, giá trị VCSH của Công ty ABC cuối năm thứ 5 là:



$$P_3 = \frac{D_6}{r - g_3} = \frac{11,42615}{0,1 - 0,05} = 228,523 \text{ tỷ đồng}$$

- Giá trị VCSH của Công ty ở thời điểm hiện tại là:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(1+r)^4} + \frac{D_5 + P_5}{(1+r)^5} =$$

$$\frac{8}{(1+0,1)} + \frac{8,72}{(1+0,1)^2} + \frac{9,5048}{(1+0,1)^3} + \frac{10,17014}{(1+0,1)^4} + \frac{10,88205 + 228,523}{(1+0,1)^5}$$

Một số trao đổi và kiến nghị

Thứ nhất, đối với nhà đầu tư.

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức là một phương pháp khá phổ biến khi áp dụng để xác định giá trị VCSH của các DN cổ phần đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên, nếu áp dụng một cách máy móc theo như điều kiện áp dụng của các mô hình này thì sẽ cho kết quả không thực sự hợp lý. Do đó, khi muốn áp dụng phương pháp này các nhà đầu tư cần chú ý:

- Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức chỉ thực sự xác định giá trị VCSH hợp lý, đúng đắn đối với các DN cổ phần mạnh, có mức chi trả cổ tức cao. Bởi vì, khi áp dụng mô hình này để xác định giá trị VCSH của DN thì VCSH được xác định của bất cứ DN nào cũng có giá trị không vượt quá những khoản cổ tức mà nó sẽ đem lại cho nhà đầu tư ở hiện tại và tương lai. Nếu DN không có mức chi trả cổ tức cao và gia tăng thì VCSH được xác định rất thấp và có khả năng sẽ không hợp lý đối với quy mô và tiềm năng của DN.

- Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức yêu cầu phải dự đoán được mức cổ tức trong tương lai, thời gian (n) của từng giai đoạn, tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần (r). Nếu các chỉ tiêu này dự đoán không hợp lý sẽ dẫn đến kết quả định giá trị VCSH sai lệch cao. Do đó, khi áp dụng phương pháp này đòi hỏi nhà đầu tư phải nghiên cứu thật kỹ tình hình hoạt động của DN ở quá khứ, hiện tại cho đến những thách thức và cơ hội trong kinh doanh của DN cả ở tương lai chứ không chỉ dựa trên dữ liệu ở quá khứ và hiện tại để có thể dự đoán. Cụ thể:

+ Để ước tính n, nhà đầu tư cần nắm rõ kế hoạch, chiến lược cũng như tiềm năng của DN. Điều này không phải dễ dàng đối với các nhà đầu tư bên ngoài DN.

+ Đối với r, trên thị trường các nước phát triển thường sử dụng mô hình định giá tài sản vốn, trong đó mô hình CAPM là mô hình cơ bản nhất. Tuy nhiên, điều kiện của thị trường Việt Nam chưa thể

thỏa mãn được một số yêu cầu của mô hình này nên kết quả thường chứa đựng nhiều rủi ro. Để khắc phục điều này, nhà đầu tư có thể ước tính khoảng giá trị mà r có thể xảy ra thay vì tập trung xác định một giá trị cụ thể, từ đó có thể ước tính khoảng giá trị VCSH tương ứng để có thể đo lường các trường hợp cổ phiếu được chào bán với giá cao hơn giá trị của vốn chủ ở hữu tại DN.

- Khi áp dụng phương pháp này đối với các DN có mức chi trả cổ tức đều đặn, ổn định thì nhà đầu tư vẫn cần thiết đưa ra nhiều giả thuyết về quá trình hoạt động của DN trong tương lai (bao gồm cả giả thuyết DN có tốc độ tăng trưởng giảm xuống thấp). Bởi vì, mọi số liệu đều là dự đoán cho nên nếu chỉ đưa ra các giả thuyết có lợi thiên về hướng DN hoạt động ổn định, có sự tăng trưởng tốt thì giá trị VCSH lúc này sẽ được xác định theo hướng có lợi cho DN chứ không có lợi cho các nhà đầu tư.

Mức độ phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam còn thấp, điều kiện công bố thông tin còn hạn chế nên sẽ gặp khó khăn hơn khi áp dụng phương pháp này. Chính vì vậy, các doanh nghiệp Việt Nam cần công bố thông tin trên thị trường chứng khoán một cách tin cậy và đầy đủ hơn.

Thứ hai, đối với doanh nghiệp.

Ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển thì điều kiện để các DN công bố thông tin là rất tốt. Do đó, việc áp dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức sẽ thuận lợi. Tuy nhiên, mức độ phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam còn thấp, điều kiện công bố thông tin còn hạn chế nên sẽ gặp khó khăn hơn khi áp dụng phương pháp này. Chính vì vậy, các DN Việt Nam cần công bố thông tin trên thị trường chứng khoán một cách đầy đủ hơn. Điều này sẽ giúp cho các nhà đầu tư có thể đưa ra các nhận định chuẩn xác hơn về điều kiện hoạt động của DN. Từ đó, việc áp dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức để xác định giá trị VCSH, ra quyết định đầu tư được đúng đắn hơn.

Tài liệu tham khảo:

1. Bộ Tài chính (2015): Thông tư 126/2015/TT-BTC ngày 20/08/2015 ban hành Tiêu chuẩn thẩm định giá Việt Nam số 08, 09 và 10;
2. Nguyễn Tấn Bình (2011): Phân tích hoạt động DN, NXB Tổng hợp TP. Hồ Chí Minh;
3. Cục Quản lý Giá – Bộ Tài chính (2007): Tài liệu bồi dưỡng kiến thức ngắn hạn chuyên ngành thẩm định giá, NXB Tài chính;
4. TS. Nguyễn Minh Hoàn (2011): Định giá tài sản, NXB Tài chính.