



HƯỚNG DẪN ĐỌC TOÀN VĂN BÁO CÁO KQNC



😊 **BẠN MUỐN ĐỌC NHANH
NHỮNG THÔNG TIN CẦN THIẾT ?**

☞ **Hãy đọc qua Mục lục bên tay trái bạn trước khi
đọc báo cáo** (với Acrobat 4.0 trở lên, cho trỏ chuột vào
mỗi đề mục để đọc toàn bộ dòng bị che khuất)

☞ **Chọn đề mục muốn đọc và nháy chuột vào đó**

😊 **BẠN MUỐN PHÓNG TO HAY THU NHỎ
TRANG BÁO CÁO TRÊN MÀN HÌNH ?**

☞ **Chọn, nháy chuột vào 1 trong 3 kích thước
có sẵn trên thanh Menu**



, hoặc

☞ **Mở View trên thanh Menu, Chọn Zoom to**

☞ **Chọn tỷ lệ có sẵn trong hộp kích thước
hoặc tự điền tỷ lệ theo ý muốn, Nhấn OK**

*Chúc bạn hài lòng
với những thông tin được cung cấp*

Bộ phận quản trị CSDL toàn văn KQNC
P.508, 24 Lý Thường Kiệt, Hà Nội
Tel.(04)-9-349-126

**ỦY BAN CHỨNG KHOÁN NHÀ NƯỚC
VỤ QUẢN LÝ PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN**

*****📖*****

ĐỀ TÀI KHOA HỌC CẤP BỘ

**"ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU TẠI THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM"**

MÃ SỐ: 02-UBCK-2000

**CHỦ NHIỆM ĐỀ TÀI: THẠC SỸ VŨ THỊ KIM LIÊN
VỤ TRƯỞNG VỤ QUẢN LÝ PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN**

HÀ NỘI - 2000

3803

14/6/04

DANH SÁCH NHỮNG NGƯỜI THỰC HIỆN

	Họ và tên	Học hàm, học vị	Cơ quan
1	Vũ Thị Kim Liên	Thạc sỹ	Vụ Quản lý phát hành
2	Lê Thị Mai Linh	Thạc Sỹ	-nt-
3	Lê Công Điền	Cử nhân	-nt-
4	Lê Văn Cường	Cử nhân	-nt-
5	Lê Phi Hùng	Cử nhân	-nt-
6	Lê Thị Thu Hà	Cử nhân	-nt-
7	Đỗ Văn Tuấn	Cử nhân	-nt-
8	Lê Trung Hải	Kỹ sư	-nt-
9	Nguyễn Văn Nghĩa		Ban ĐMQLDNTW

MỤC LỤC

Lời nói đầu	5
Chương I: Vai trò của việc định giá tài sản trong thị trường tài chính và phương pháp luận trong việc định giá cổ phiếu	6
I. Vai trò của việc định giá tài sản:.....	6
II. Phương pháp luận trong việc định giá cổ phiếu:.....	9
1. Các khái niệm về giá trị liên quan đến việc định giá cổ phiếu:	9
2. Các học thuyết về giá cổ phiếu	16
2.1 Thuyết tập tục về giá cổ phiếu	16
2.2 Thuyết tin tưởng về giá cổ phiếu.....	17
3. Phạm vi đánh giá giá trị của các loại cổ phiếu công ty	20
3.1 Cơ sở định giá cổ phiếu	20
3.2 Giá trị các loại cổ phiếu và các nguyên tắc cơ bản để định giá. ...	23
4. Sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu và giá trị của nó; Các nhân tố quan trọng gây tác động tới giá cổ phiếu.	28
4.1. Nhóm yếu tố kinh tế.....	29
4.2. Nhóm yếu tố phi kinh tế.....	41
4.3. Nhóm yếu tố thị trường	43
Chương II: Kinh nghiệm định giá cổ phiếu tại một số nước trên thế giới và khu vực	44
I. Tổng quan tình hình định giá cổ phiếu ở một số nước trên thế giới và khu vực	44
II. Các phương pháp định giá cổ phiếu và quyền mua cổ phiếu thông dụng trên thế giới.....	47
1. Định giá cổ phiếu ưu đãi	47
1.1 Các bước xác định giá cổ phiếu ưu đãi không chuyển đổi.....	48
1.2 Xác định giá cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi:.....	52
2. Định giá cổ phiếu phổ thông theo phương pháp chiết khấu luồng thu nhập (DCF)	55
2.1 Nguyên tắc định giá:	55
2.2 Xác định giá trị luồng thu nhập:	56
2.3 Xác định tỷ lệ chiết khấu:.....	67
2.4 Một số nhân tố cơ bản gây ảnh hưởng đến kết quả định giá:.....	81
2.5 Khuôn khổ định giá:.....	90
3. Định giá cổ phiếu phổ thông theo phương pháp chiết khấu luồng cổ tức (DDM).....	92
3.1 Nguyên tắc định giá:	92
3.2 Xác định các thông số trong mô hình DDM	100
4. Định giá cổ phiếu phổ thông theo phương pháp hệ số P/E	103
4.1 Các yếu tố xác định hệ số P/E	103

4.2 Xác định hệ số P/E hợp lý của công ty	105
4.3 Nguyên tắc định giá theo phương pháp hệ số P/E.	106
4.4 Ứng dụng hệ số P/E vào định giá	110
5. Định giá cổ phiếu phổ thông theo phương pháp định giá tài sản ròng có điều chỉnh.	113
5.1 Cơ sở, căn cứ để định giá cổ phiếu theo phương pháp giá trị tài sản ròng.	113
5.2 Các phương pháp xác định giá cổ phiếu theo giá trị tài sản ròng có điều chỉnh.....	115
6. Định giá chứng quyền và quyền mua cổ phiếu	123
6.1 Chứng quyền.....	123
6.2 Quyền	131

**Chương III: Thực trạng định giá doanh nghiệp tại Việt nam và các
giải pháp.....** 137

I. Thực trạng việc định giá doanh nghiệp tại Việt nam hiện nay	137
1. Quan điểm và chính sách liên quan tới định giá doanh nghiệp ở nước ta	137
2. Quá trình định giá doanh nghiệp cổ phần hoá.....	140
3. Đánh giá tổng quát về tình hình định giá doanh nghiệp.....	147
3.1 Phương pháp định giá không bao quát hết các trường hợp tái cấu trúc lại các DNNN.	148
3.2 Phương pháp định giá chưa phù hợp với mọi loại hình doanh nghiệp	148
3.3 Thiếu hẳn một đội ngũ chuyên gia lành nghề và một thị trường chứng khoán đủ khả năng làm thông tin phản hồi.....	149
II. Đề xuất các phương pháp định giá cổ phiếu áp dụng tại Việt Nam	149
1. Cải tiến phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo giá trị tài sản ròng.....	150
1.1 Xác định giá trị tài sản Có.	150
1.2 Xác định tài sản Nợ của doanh nghiệp.....	152
1.3 Xác định giá trị lợi thế của doanh nghiệp	153
2. Áp dụng phương pháp chiết khấu luồng cổ tức (DCF) tại Việt Nam	154
2.1 Những hạn chế của việc ứng dụng mô hình DCF tại Việt Nam..	154
2.2 Các bước tiến hành định giá	155
3. Áp dụng phương pháp chiết khấu luồng thu nhập (DDM) tại Việt Nam	170
4. Áp dụng phương pháp hệ số P/E tại Việt Nam.....	172

Kết luận..... 176

Phụ lục..... 178

Tài liệu tham khảo..... 183

LỜI NÓI ĐẦU

Xác định giá trị cổ phiếu chính là xác định giá trị doanh nghiệp phát hành cổ phiếu. Việc này có ý nghĩa rất quan trọng trong việc đảm bảo quyền lợi của các bên liên quan đến thị trường chứng khoán, đặc biệt là người phát hành và người đầu tư. Nếu giá cổ phiếu quá thấp thì sẽ gây thiệt hại cho người bán; còn nếu định giá cổ phiếu quá cao sẽ gây thiệt hại cho người mua. Để thị trường hoạt động có hiệu quả, cần tạo ra một thị trường công bằng và hoạt động trôi chảy thông qua việc cân đối lợi ích của các bên tham gia thị trường. Điều này lại càng quan trọng đối với các thị trường chứng khoán mới hoạt động như Việt nam vì nó giúp cho thị trường hoạt động ổn định và phát triển về lâu dài. Trên thế giới đã có rất nhiều sách, báo viết về đề tài này, giới thiệu từ những phương pháp cơ bản cho đến những ứng dụng mang tính đặc thù tùy theo hoàn cảnh tùy từng nước, tùy doanh nghiệp. Có một điều chung được rút ra từ những tài liệu đó là: việc định giá chứng khoán là sự kết hợp giữa kinh tế học, toán học và xã hội học; một chuyên gia định giá giỏi phải kết hợp được các môn khoa học trên với trình độ nghệ thuật và trên một thị trường chứng khoán phát triển thì sẽ ngày càng có nhiều chuyên gia giỏi như vậy. Hiện nay, Việt nam chưa có một công trình nghiên cứu nào có tính chất toàn diện và gắn với việc đưa ra niêm yết và giao dịch tại thị trường chứng khoán, ngoài một số phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hoá đơn giản được áp dụng tại các giai đoạn khác nhau trong tiến trình cổ phần hoá, mà gần đây nhất là Thông tư 104-1998/TT-BTC ngày 18/07/1998 của Bộ Tài chính. Tuy nhiên, các phương pháp định giá doanh nghiệp này còn tồn tại nhiều điểm bất cập, chưa phản ánh đúng giá trị doanh nghiệp, đó là một nguyên nhân quan trọng làm chậm tiến trình cổ phần hoá tại Việt nam. Do vậy, đề tài có tính thực tiễn và cấp bách cao, phục vụ cho nhu cầu xác định giá trị cơ bản của cổ phiếu được mua bán trên thị trường chứng khoán Việt nam, bao gồm thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Đề tài này sẽ tập trung nghiên cứu các phương pháp định giá cổ phiếu trên thế giới và đề xuất phương pháp định giá cổ phiếu của các công ty phát hành trên thị trường chứng khoán Việt nam, trong đó có kết hợp lý luận với thực tiễn kinh nghiệm của nhiều bộ ngành trong quá trình cổ phần hoá hiện nay.

CHƯƠNG I: VAI TRÒ CỦA VIỆC ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN TRONG THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ PHƯƠNG PHÁP LUẬN TRONG VIỆC ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

I. Vai trò của việc định giá tài sản.

Định giá cổ phiếu thực chất là quá trình xác định giá trị doanh nghiệp là công ty cổ phần để từ đó xác định giá trị của cổ phần mà đại diện cho nó là cổ phiếu. Việc định giá trị doanh nghiệp nhằm mục đích đưa doanh nghiệp ra trao đổi, mua bán dưới một hình thức nào đó. Do vậy, doanh nghiệp cũng được coi như hàng hoá, có hai thuộc tính là giá trị và giá trị sử dụng. Tuy nhiên, doanh nghiệp là một loại hàng hoá đặc biệt vì doanh nghiệp là một hệ thống phức tạp của nhiều yếu tố cấu thành và các mối quan hệ giữa các yếu tố đó. Có những yếu tố vật chất như các tài sản hữu hình song cũng có những yếu tố phi vật chất như tài sản vô hình. Giá trị của các yếu tố cấu thành tài sản của doanh nghiệp lại luôn thay đổi theo thời gian. Hơn nữa, mỗi doanh nghiệp lại có những đặc thù riêng do vậy giữa các doanh nghiệp có sự khác biệt đáng kể. Chính vì vậy, giá trị của doanh nghiệp cũng chỉ là mức giá cá biệt. Việc định giá doanh nghiệp không chỉ đơn giản là lấy tổng giá trị tài sản doanh nghiệp đã được kiểm kê, đánh giá để xác định giá trị của doanh nghiệp, mà còn phải xuất phát từ yêu cầu của sản xuất và lưu thông hàng hoá như một quy luật giá trị, quy luật cạnh tranh, quy luật cung cầu, đặc biệt là quy luật lợi nhuận của nền kinh tế thị trường.

Thông thường giá trị doanh nghiệp gồm 3 bộ phận chính: Giá trị tài sản của doanh nghiệp; giá trị đất doanh nghiệp sử dụng; giá trị các yếu tố làm tăng giá trị như địa điểm, uy tín, tiếng tăm của doanh nghiệp.

Đối với người đầu tư, họ xác định giá cổ phiếu không chỉ dựa vào giá trị tài sản hiện hành công ty sở hữu mà quan trọng hơn chính là khả năng thu lợi nhuận trong tương lai. Khả năng này không chỉ phụ thuộc vào khả năng thu lợi nhuận trong quá khứ và hiện tại của doanh nghiệp mà còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác như lợi thế thương mại, uy tín doanh nghiệp, bí quyết kinh doanh, ngành nghề kinh doanh và khả năng mở rộng thị trường, sự tác động của các chính sách kinh tế nhà nước đối với ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai.

Những vấn đề nêu trên là những căn cứ khách quan để xem xét định giá doanh nghiệp từ đó xác định giá trị cổ phiếu. Xác định giá trị cổ phiếu là phải

xem xét toàn diện các yếu tố cấu thành giá trị doanh nghiệp. Đó là giá trị các tài sản hữu hình và tài sản vô hình của doanh nghiệp. Những giá trị của doanh nghiệp muốn được xã hội thừa nhận cần phải được thông qua trao đổi, tức là mức giá mà cả người mua và người bán đều chấp nhận được.

Định giá tài sản đáp ứng yêu cầu tính toán, xác định sự thay đổi về mặt giá trị của thực thể tại một thời điểm nhất định, đây được xem như là quá trình ước tính khoản tiền mà người mua sẵn sàng chi trả để họ có quyền sở hữu và thu lợi ở một thực thể nhất định, và ngược lại cũng là sự ước tính khoản tiền thu được của người bán khi bán thực thể đó.

Trong nền kinh tế thị trường, các thực thể kinh doanh cũng trở thành hàng hoá, do đó việc định giá trị tài sản là căn cứ quan trọng để xác định giá trị doanh nghiệp cũng như giá trị cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, đây cũng chính là mối quan tâm hàng đầu của cả các chủ thể phát hành chứng khoán và công chúng đầu tư.

Trong điều kiện của Việt nam, đang thực hiện quá trình chuyển đổi nền kinh tế từ cơ chế kế hoạch hoá tập trung sang cơ chế thị trường có sự quản lý, điều tiết của Nhà nước thì việc định giá doanh nghiệp có một vai trò quan trọng trong quá trình đổi mới, cải cách hệ thống doanh nghiệp nhà nước ở nước ta, nhất là việc trong việc thực hiện chủ trương cổ phần hoá một bộ phận doanh nghiệp Nhà nước. Đặc biệt, trong giai đoạn hiện nay, khi thị trường chứng khoán Việt nam mới mở cửa hoạt động thì vai trò của việc định giá doanh nghiệp hay định giá cổ phiếu lại càng quan trọng. Điều này sẽ giúp tạo ra sự công bằng thông qua việc người mua và người bán đều đánh giá đúng giá trị của cổ phiếu mà mình mua bán, từ đó có thể đưa ra quyết định giao dịch có cơ sở. Đến lượt nó, việc đảm bảo cân bằng quyền lợi cho người mua và người bán sẽ giúp cho hoạt động của thị trường chứng khoán ổn định và phát triển bền vững. Mặt khác, thông qua việc xác định mức giá thị trường hợp lý, các nhà quản lý thị trường có cơ sở để đưa ra các quyết định quản lý đúng đắn nhằm đảm bảo cho thị trường hoạt động hiệu quả và an toàn.

Xét ở góc độ chủ thể phát hành, vai trò của việc định giá cổ phiếu thể hiện rất rõ nét. Thông qua việc xác định giá cổ phiếu, các chủ thể phát hành có thể định ra được mức giá hợp lý nhằm đảm bảo người đầu tư sẵn sàng chấp nhận mức giá đó; đồng thời doanh nghiệp cũng không bị thua thiệt do cổ phiếu bị định giá thấp. Điều này bảo đảm sự thành công của đợt phát hành trên thị trường sơ cấp, đồng thời cũng đảm bảo tính thanh khoản cho cổ phiếu khi được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Trên thực tế, hoạt động định giá cổ

phiếu hiện nay ở Việt nam còn nhiều bất cập, khung khổ pháp lý chưa hoàn thiện, đặc biệt là chính sách chế độ về tài chính kế toán, các phương pháp áp dụng nghèo nàn, thiếu các tổ chức tài chính hoạt động chuyên nghiệp về lĩnh vực này... gây nên những khó khăn nhất định trong việc định giá và chính điều này là một trong những cản trở trong quá trình cổ phần hoá các DNNN và hạn chế việc phát hành chứng khoán ra công chúng của các chủ thể phát hành.

Đối với người đầu tư, cổ phiếu là một phương tiện có khả năng thu lợi nhuận cao, nhưng cũng có thể gặp rủi ro lớn. Để đi đến quyết định đầu tư đúng đắn đòi hỏi phải có sự lựa chọn loại cổ phiếu thích hợp về giá cả và có mức độ rủi ro mà người đầu tư có thể chấp nhận được. Nếu rủi ro càng lớn thì yêu cầu lợi suất đầu tư càng phải cao và do đó giá cổ phiếu phải càng thấp. Vì lẽ đó người đầu tư cần phải tiến hành định giá cổ phiếu để xác định mức giá và độ rủi ro của cổ phiếu đó có phù hợp với nhau và phù hợp với sở thích của người đầu tư. Nếu như người đầu tư có thể đánh giá đúng cổ phiếu của công ty thì người đó sẽ thu được mức lợi suất đầu tư mong muốn.

Về phía các cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính và hệ thống doanh nghiệp, việc nắm được các phương pháp và kỹ năng định giá cổ phần/ cổ phiếu sẽ giúp cho các cơ quan này đánh giá được thực trạng giá cả các tài sản tài chính trên thị trường. Từ đó sẽ có những chính sách và biện pháp hợp lý để điều chỉnh thị trường trên cả tầm vĩ mô lẫn vi mô.

Tuy nhiên, cần nhìn nhận một thực tế là việc đánh giá cổ phiếu là một công việc hết sức khó khăn, phức tạp bởi các lý do sau:

- Khác với đầu tư trái phiếu, đầu tư vào cổ phiếu không biết chắc chắn được khoản thu nhập do cổ phiếu mang lại;
- Cổ phiếu không có thời hạn hoàn trả;
- Đầu tư vào cổ phiếu là một loại đầu tư có khả năng gặp rủi ro cao, do vậy cần có sự đánh giá chính xác về mức độ rủi ro của từng cổ phiếu để xác định một mức giá hợp lý.

Bên cạnh đó, định giá không phải là một môn khoa học chính xác do sự thiếu hoàn hảo của thị trường nơi diễn ra các giao dịch. Ngay cả trong các trường hợp cá biệt khi người định giá có sự hiểu biết hoàn hảo về thị trường thì chính thị trường lại không thường xuyên có sự hiểu biết hoàn hảo về các giá trị và quá trình định giá. Bởi vậy, không thể có một phương pháp luận duy nhất để có thể áp dụng trong tất cả các trường hợp, và mỗi trường hợp định giá phải được đánh giá theo hoàn cảnh riêng của nó. Việc định giá đòi hỏi phải có

một cách tiếp cận logic và có phương pháp cùng với sự áp dụng cẩn trọng các nguyên tắc định giá cơ sở và sự thông minh linh hoạt.

Nói một cách tổng quát, việc định giá được quy định trong các trường hợp khác nhau và với các mục đích khác nhau sẽ gây ảnh hưởng tới kết quả thu được và việc lựa chọn các phương pháp áp dụng. Tuy nhiên, việc định giá thường được tiến hành theo một số mục đích chính sau đây:

- Hỗ trợ người mua trong việc xác định mức độ sẵn sàng chấp nhận mua;
- Hỗ trợ người bán trong việc xem xét giá bán;
- Đóng vai trò như quan toà trong việc giải quyết tranh chấp giữa các bên;
- Hỗ trợ người cho vay trong việc định lượng chứng khoán thế chấp đối với một khoản vay;
- Hình thành giá trị liên quan đến các điều khoản trong luật pháp, như nhằm mục đích tính thuế trước bạ;
- Định lượng giá trị đưa vào các báo cáo kế toán;
- Hỗ trợ nguyên đơn hoặc bị đơn trong các vụ kiện tụng;
- Đánh giá một khiếu nại về hậu quả tổn thất;
- Xác định giá trị theo hợp đồng hoặc các điều khoản trong Điều lệ công ty;
- Xác định nghĩa vụ thuế lãi vốn hoặc tổn thất;
- Thực hiện việc đánh giá độc lập về một công ty đại chúng phục vụ cho việc thu tóm hoặc cơ cấu lại theo Luật Công ty, hoặc theo các quy định niêm yết của cơ quan quản lý thị trường chứng khoán.

Tóm lại, việc định giá cổ phiếu có thể được nhìn nhận từ nhiều góc độ khác nhau và có các giá trị tương ứng khác nhau. Song dù nhìn nhận dưới góc độ nào, mỗi cách xác định giá trị cổ phiếu bao giờ cũng liên quan đến lợi ích của người mua, người bán trên thị trường. Vì vậy việc xem xét, lựa chọn một cách đánh giá cổ phiếu theo phương pháp phù hợp, thoả mãn lợi ích của người mua và người bán trên thị trường là một thực tế không thể bỏ qua.

II. Phương pháp luận trong việc định giá cổ phiếu.

1. Các khái niệm về giá trị liên quan đến việc định giá cổ phiếu.

Quá trình hoạt động của công ty sẽ sinh ra một luồng thu nhập cho cổ đông của công ty và luồng thu nhập này sẽ quyết định giá trị kinh tế qua đó