

CHƯƠNG 9

PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

9.1. GIỚI THIỆU CHUNG VỀ PHÂN TÍCH VÀ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

9.1.1. Khái niệm phân tích và đầu tư chứng khoán

Chứng khoán là các tài sản tài chính, vì vậy đầu tư chứng khoán là một loại hình đầu tư tài chính. Trong hoạt động này, các nhà đầu tư mua các chứng khoán theo một danh mục đầu tư rất đa dạng, bao gồm cả các công cụ trên thị trường tiền và các công cụ trên thị trường vốn. Nội dung chương này đề cập tới hoạt động phân tích và đầu tư vào các chứng khoán trên thị trường vốn như trái phiếu, cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư và các chứng khoán phái sinh.

*Phân tích chứng khoán là hoạt động quan trọng nhằm hỗ trợ cho việc ra quyết định đầu tư. Trong hoạt động đầu tư chứng khoán có hai phương pháp phân tích chủ yếu được sử dụng là phương pháp *Phân tích cơ bản* (*Phân tích tài chính*) và *Phân tích kỹ thuật*. Phân tích cơ bản giúp cho doanh nghiệp có thể lựa chọn được kết cấu danh mục đầu tư phù hợp. Phân tích kỹ thuật giúp cho các nhà quản lý có thể lựa chọn được thời điểm và chiến lược mua bán chứng khoán tùy theo diễn biến của thị trường*

9.1.2. Phân loại đầu tư chứng khoán

Tùy theo mục đích quản lý, hoạt động đầu tư chứng khoán có thể được phân loại theo nhiều cách khác nhau. *Nếu căn cứ vào loại công cụ đầu tư, có thể phân loại đầu tư chứng khoán thành đầu tư trái phiếu Chính phủ, đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và đầu tư cổ phiếu. Việc phân loại này có thể giúp các nhà quản lý xây dựng danh mục đầu tư với mức độ rủi ro phù hợp, trên cơ sở đó, dễ dàng thay đổi kết cấu danh mục đầu tư.*

Nếu phân loại theo mục đích đầu tư, có thể phân loại đầu tư chứng khoán thành đầu tư nhằm hưởng lợi tức và đầu tư nhằm nắm quyền quản lý, kiểm soát tổ chức phát hành. Trong hoạt động đầu tư nhằm hưởng lợi tức, nhà đầu tư có thể mua trái phiếu Chính phủ, trái phiếu và cổ phiếu do doanh

ng nghiệp phát hành. Khi đầu tư chứng khoán với mục đích nắm quyền sở hữu, nhà đầu tư có thể vừa đa dạng hoá tài sản, vừa phát triển lĩnh vực kinh doanh mới thông qua đầu tư và sáp nhập. Việc phân loại này giúp cho các nhà quản lý có thể kiểm soát được hoạt động đầu tư theo các mục đích đã được xác định.

9.1.3. Mức sinh lời và rủi ro trong đầu tư chứng khoán

9.1.3.1. Mức sinh lời trong đầu tư chứng khoán

a) Mức sinh lời tuyệt đối

Mức sinh lời dự kiến hay còn gọi là lợi nhuận dự kiến (lợi suất đầu tư) của một khoản đầu tư được hiểu là phần chênh lệch giữa kết quả thu được sau một khoảng thời gian đầu tư và phần vốn gốc mà nhà đầu tư bỏ ra. Trong thực tế, thu nhập của khoản đầu tư vào một tài sản được cấu thành bởi hai bộ phận: Thứ nhất là thu nhập do chính bản thân tài sản đó mang lại, đối với các tài sản là chứng khoán đó là cổ tức hoặc trái tức mà người sở hữu chứng khoán nhận được; Thứ hai là phần lỗ hoặc lãi do giảm hoặc tăng giá của tài sản đầu tư (còn được gọi là lỗ hoặc lãi về vốn hay thặng dư vốn - capital appreciation). Như vậy:

Tổng mức sinh lời = Thu nhập từ chứng khoán (là cổ tức hoặc trái tức) + lãi (hoặc lỗ) về vốn

Ví dụ 1

Đầu năm t giá một cổ phiếu của doanh nghiệp A là 40 đơn vị tiền tệ (đv), nhà đầu tư quyết định mua 100 cổ phiếu. Giả sử tỷ lệ cổ tức chi trả năm t là 2đv/1 cổ phiếu và giá cổ phiếu vào cuối năm t tăng lên là 42đv, như vậy ta có:

Thu nhập từ chứng khoán (cổ tức nhận được) = 2 đv x 100 = 200 đv.

Lãi về vốn = (42 đv - 40 đv) x 100 = 200 đv

Trong trường hợp giá của mỗi cổ phiếu giảm xuống 37 đv ta sẽ bị lỗ về vốn:

Lỗ về vốn = (37 đv - 40 đv) x 100 = - 300 đv

Tổng số mức sinh lời trong trường hợp có lãi về vốn:

Tổng mức sinh lời = 200 đv + 200 đv = 400 đv

Tổng số mức sinh lời trong trường hợp có lỗ về vốn:

$$\text{Tổng mức sinh lời (R)} = 200 \text{ đv} - 300 = -100 \text{ đv}$$

b) Mức sinh lời tương đối

Trên đây người ta đang xem xét mức sinh lời bằng số tuyệt đối. Tuy nhiên, trong thực tế đầu tư chứng khoán người ta thường sử dụng thông tin về mức sinh lời dưới dạng số tương đối. Thực chất mức sinh lời tương đối phản ánh nhà đầu tư sẽ nhận được bao nhiêu lãi từ một đơn vị vốn đầu tư ban đầu.

Công thức tính mức sinh lời tương đối:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}$$

Hay:

$$\text{Mức sinh lời tương đối} = \frac{\text{Mức thay đổi giá cổ phiếu cuối kỳ} + \text{Lãi cổ phần cuối kỳ}}{\text{Giá cổ phiếu đầu kỳ}}$$

Bắt đầu từ đây, khi đề cập đến mức sinh lời trong phân tích chứng khoán sẽ hiểu đó là mức sinh lời tương đối.

c) Mức sinh lời trong một khoảng thời gian

Giả sử trong năm thứ nhất mức sinh lời khi đầu tư vào một chứng khoán là R_1 , năm thứ 2 là R_2 ... và giả định toàn bộ phần thu nhập từ cổ phần lại được tái đầu tư và cũng thu được mức sinh lời tương đương với mức sinh lời của khoản vốn gốc thì trong khoảng thời gian t năm, tổng mức sinh lời sẽ là:

$$R_t = (1+R_1) \times (1+R_2) \times (1+R_3) \times \dots \times (1+R_{t-1}) \times (1+R_t) - 1$$

Và mức sinh lời bình quân lũy kế hàng năm sẽ là:

$$R_{bq} = \sqrt[t]{(1+R_1) \times (1+R_2) \times (1+R_3) \times \dots \times (1+R_{t-1}) \times (1+R_t)} - 1$$

d- Mức sinh lời năm

Trên thực tế để so sánh được mức sinh lời giữa các tài sản có thời gian đáo hạn khác nhau, người ta thường sử dụng mức sinh lời theo năm. Nếu

một tài sản có mức sinh lời là R_m trong m tháng thì mức sinh lời năm (R_n) sẽ là :

$$R_n = (1 + R_m)^{12/m} - 1$$

e) Mức sinh lời thực tế và mức sinh lời danh nghĩa

Gọi R là mức sinh lời danh nghĩa, r là mức sinh lời thực tế, h là tỷ lệ lạm phát, ta có thể thấy mối quan hệ giữa mức sinh lời danh nghĩa, mức sinh lời thực tế và tỷ lệ lạm phát qua công thức sau:

$$(1 + R) = (1 + r) (1 + h)$$

Suy ra:

$$r = \frac{1 + R}{1 + h} - 1$$

$$R = r + h + rh$$

Công thức cho biết mức sinh lời danh nghĩa (R) có ba bộ phận hợp thành. Thứ nhất là mức sinh lời thực tế (r), thứ hai chính là sự đền bù việc giảm giá trị của khoản tiền đầu tư ban đầu do lạm phát (h) và bộ phận cuối cùng là sự đền bù về việc giảm giá trị của mức sinh lời do lạm phát (rh).

Thành phần thứ ba (rh) thường rất nhỏ, vì vậy, trên thực tế khi tính toán người ta thường cho bằng 0. Như vậy, công thức tính mức sinh lời danh nghĩa trên thực tế như sau:

$$R = r + h$$

f) Mức sinh lời bình quân

Mức sinh lời bình quân cho biết trong một khoảng thời gian đầu tư nhất định, nhà đầu tư thu được mức sinh lời bình quân một năm là bao nhiêu, từ đó sẽ quyết định các khoản đầu tư trong tương lai.

Gọi $R_1, R_2, R_3, \dots$ là mức sinh lời trong từng năm trong thời gian đầu tư t năm. Ta có mức sinh lời bình quân ($\bar{R}$) được tính như sau:

$$\bar{R} = \frac{R_1 + R_2 + R_3 + \dots + R_t}{t}$$

9.1.3.2. Rủi ro và phân tích thống kê đối với rủi ro

a) Quan niệm về rủi ro và mức bù đắp rủi ro trong đầu tư chứng khoán.

Rủi ro được hiểu là sự biến động tiềm ẩn ở những kết quả, là khả năng xảy ra của những điều không mong muốn và khi nó xảy ra thì mang lại những tổn thất. Khác với sự không chắc chắn, rủi ro có thể đo lường được.

Hiện nay, thuật ngữ "rủi ro" và "nguy cơ rủi ro" (hay tổn thất) thường được sử dụng lẫn cho nhau. Ở đây phải hiểu *nguy cơ rủi ro* là một tình huống được tạo nên bất kỳ lúc nào và sẽ gây nên tổn thất hay lợi ích có thể có mà chúng ta không thể tiên đoán được.

Vì vậy, *rủi ro trong đầu tư chứng khoán là khả năng (hay xác suất) xảy ra những kết quả đầu tư ngoài dự kiến, hay cụ thể hơn là khả năng làm cho mức sinh lời thực tế nhận được trong tương lai khác với mức sinh lời dự kiến ban đầu.* Vì vậy, tất cả các yếu tố làm cho mức sinh lời thay đổi so với dự kiến ban đầu đều được coi là những rủi ro.

Thông thường, rủi ro càng cao thì mức sinh lời kỳ vọng càng lớn. Sự chênh lệch giữa mức sinh lời bình quân của các tài sản rủi ro so với mức sinh lời của tài sản không có rủi ro được gọi là mức bù đắp rủi ro.

Giả định thống kê mức sinh lời bình quân hàng năm cho thời kỳ (t) của một số chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

Các loại chứng khoán	Mức sinh lời bình quân
Cổ phiếu thường	12,5%
Trái phiếu doanh nghiệp	6,5 %
Trái phiếu chính phủ	5,2%
Tín phiếu	4%

Nếu ta coi tín phiếu có độ rủi ro bằng 0 thì các loại chứng khoán khác như: trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp, cổ phiếu thường là những tài sản có rủi ro ở những mức độ khác nhau. Và mức bù đắp rủi ro đối với từng loại chứng khoán sẽ là:

Các loại chứng khoán	Mức bù đắp rủi ro
Cổ phiếu thường	8,5%
Trái phiếu doanh nghiệp	2,5%
Trái phiếu Chính phủ	1,2%

b) Phân loại rủi ro

Có rất nhiều loại rủi ro là nguồn gốc khiến mức sinh lời trong đầu tư chứng khoán không xảy ra đúng như dự đoán của nhà đầu tư. Tuy nhiên, trong đầu tư chứng khoán người ta thường phân rủi ro thành *rủi ro có hệ thống và rủi ro không có hệ thống*. *Rủi ro có hệ thống hay rủi ro thị trường* là loại rủi ro tác động tới toàn bộ thị trường hoặc hầu hết các loại chứng khoán. Loại rủi ro này chịu tác động của các điều kiện kinh tế chung như lạm phát, sự thay đổi tỷ giá hối đoái, lãi suất v.v., đó là các yếu tố nằm ngoài công ty, không thể kiểm soát được. *Rủi ro không hệ thống* là loại rủi ro chỉ tác động đến một chứng khoán hoặc một nhóm nhỏ các chứng khoán. Loại rủi ro này do các yếu tố nội tại của công ty gây ra và nó có thể kiểm soát được.

b1) Rủi ro hệ thống

- *Rủi ro lãi suất.*

Rủi ro lãi suất là khả năng biến động của mức sinh lời do những thay đổi của lãi suất trên thị trường gây ra. Trong thực tế các nhà đầu tư thường coi tín phiếu kho bạc là không có rủi ro, vì vậy lãi suất của tín phiếu thường dùng làm mức chuẩn để xác định lãi suất của các loại trái phiếu công ty có kỳ hạn khác nhau. Quan hệ giữa lãi suất với giá của trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi là mối quan hệ tỷ lệ nghịch. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa lãi suất và giá cổ phiếu thường (cổ phiếu phổ thông) là gián tiếp và luôn thay đổi. Nguyên nhân là luồng thu nhập từ cổ phiếu thường có thể thay đổi theo lãi suất, nhưng ta không thể chắc chắn được sự thay đổi đó là cùng chiều hay ngược chiều với sự thay đổi của lãi suất. Phân tích mối quan hệ giữa lạm phát, lãi suất và giá cổ phiếu thường là một vấn đề đòi hỏi nhà đầu tư phải có kinh nghiệm và cần được xem xét theo từng thời kỳ.

- Rủi ro thị trường

Rủi ro thị trường là sự thay đổi mức sinh lời do sự đánh giá và ra quyết định của các nhà đầu tư trên thị trường. Trên thị trường, giá cả các loại chứng khoán có thể dao động mạnh mặc dù thu nhập của công ty vẫn không thay đổi. Nguyên nhân là do cách nhìn nhận, phản ứng của các nhà đầu tư có thể khác nhau về từng loại hoặc nhóm cổ phiếu. Các nhà đầu tư thường quyết định việc mua bán chứng khoán dựa vào 2 nhóm sự kiện: Một là nhóm các sự kiện hữu hình như các sự kiện kinh tế, chính trị, xã hội; Hai là nhóm các sự kiện vô hình do yếu tố tâm lý của thị trường.

- Rủi ro sức mua

Rủi ro sức mua là rủi ro do tác động của lạm phát đối với khoản đầu tư. Yếu tố lạm phát hay giảm phát sẽ làm thay đổi mức lãi suất danh nghĩa và từ đó sẽ tác động đến giá của các chứng khoán trên thị trường.

- Rủi ro tỷ giá.

Rủi ro tỷ giá là rủi ro do tác động của tỷ giá đối với khoản đầu tư. Khi nhà đầu tư cho rằng đồng nội tệ có thể bị giảm giá trong tương lai thì nhà đầu tư đó sẽ quyết định không đầu tư vào chứng khoán hoặc sẽ tìm cách thay thế chứng khoán bằng tài sản ngoại tệ vì khi đó giá trị chứng khoán sẽ bị giảm.

b2) Rủi ro không có hệ thống

- *Rủi ro kinh doanh:* Là rủi ro do sự thay đổi bất lợi về tình hình cung cầu hàng hoá hay dịch vụ của doanh nghiệp hay là sự thay đổi bất lợi môi trường kinh doanh của doanh nghiệp.

- *Rủi ro tài chính:* Là rủi ro về khả năng thanh toán trái tức, cổ tức và hoàn vốn cho người sở hữu chứng khoán. Rủi ro tài chính liên quan đến sự mất cân đối giữa doanh thu, chi phí và các khoản nợ của doanh nghiệp.

- *Rủi ro quản lý.* Là rủi ro do tác động của các quyết định từ nhà quản lý doanh nghiệp.

c) Phân tích thống kê đối với rủi ro

Trong phân tích đầu tư chứng khoán, các nhà phân tích quan niệm rủi ro là khả năng biến động của mức sinh lời. Vì vậy, hàm phân phối xác suất của

mức sinh lời càng rộng thì chứng tỏ khoản đầu tư đó càng nhiều rủi ro. Phương sai và độ lệch chuẩn là những hệ số được dùng để đo lường mức biến động của mức sinh lời hay chính là rủi ro của khoản đầu tư.

Phương sai là tổng các bình phương trung bình của độ chênh lệch giữa mức sinh lời thực tế và mức sinh lời bình quân (ký hiệu là δ^2). Phương sai càng lớn thì mức sinh lời thực tế càng có xu hướng khác biệt nhiều hơn so với mức sinh lời bình quân. Độ lệch tiêu chuẩn là căn bậc hai của phương sai (ký hiệu là σ).

Ở đây việc tính toán phương sai và độ lệch tiêu chuẩn dựa trên số liệu lịch sử của mức sinh lời. Để hiểu rõ cách xác định phương sai dựa trên số liệu lịch sử của mức sinh lời, chúng ta hãy nghiên cứu thí dụ sau đây:

Giả sử rằng chúng ta có các dữ liệu lịch sử về mức sinh lời của một chứng khoán là R_t trong thời gian t với $t = 1, 2, \dots, T$. Từ đó mức sinh lời bình quân của chứng khoán đó trong khoảng thời gian T là:

$$\bar{R} = \frac{R_1 + R_2 + R_3 + \dots + R_T}{T}$$

Phương sai (rủi ro) là tổng các bình phương trung bình của độ chênh lệch giữa mức sinh lời thực tế và mức sinh lời bình quân (ký hiệu là $\text{Var}(R)$ hay δ^2) sẽ là:

$$\text{Var}(R) = \frac{(R_1 - \bar{R})^2 + (R_2 - \bar{R})^2 + (R_3 - \bar{R})^2 + \dots + (R_T - \bar{R})^2}{T}$$

Độ lệch chuẩn (thống kê) của mức sinh lời trên tài sản là căn bậc hai của $\text{Var}(R)$, ta có:

$$\text{SD}(R) = \sigma = \sqrt{\text{Var}(R)}$$

Do mức sinh lời bình quân cao trên một tài sản thường đi kèm với rủi ro cao nên các nhà đầu tư sẽ so sánh mức sinh lời giữa các chứng khoán khác nhau trong mối tương quan với rủi ro phải gánh chịu khi đầu tư vào các chứng khoán. Vì vậy, nhà đầu tư sẽ tập trung xem xét mức sinh lời có điều

chính theo rủi ro được tính bằng cách lấy mức sinh lời thực tế chia cho độ lệch chuẩn của các chứng khoán.

Ví dụ 2: Để minh họa tính toán phương sai và độ lệch tiêu chuẩn, giả sử rằng có một khoản đầu tư đã tiến hành được năm năm với mức sinh lời thực tế lịch sử từng năm là: 0,15; 0,2; 0,05; 0,04; -0,095.

Như vậy: mức sinh lời bình quân sẽ là tính theo công thức là 0,141. Chúng ta có bảng kết quả sau đây:

(1) Mức sinh lời thực tế	(2) Mức sinh lời bình quân	(3) Chênh lệch (1)-(2)	(4) Bình phương chênh lệch
0,15	0,141	0,0090	0,000081
0,2	0,141	0,0590	0,003481
0,05	0,141	-0,0910	0,008281
0,04	0,141	0,2590	0,067081
-0,095	0,141	-0,2360	0,055696
0, 705	0, 705	0,0000	0,13462

Phương sai $\text{Var}(\text{R})$ được tính như sau:

$$\text{Var}(\text{R}) = \delta^2 = 0,13462/5 = 0,026924$$

Độ lệch tiêu chuẩn $\text{SD}(\text{R})$ được tính như sau:

$$\text{SD}(\text{R}) = \sigma = \sqrt{0,026924} = 0,1641$$

9.1.4. Xác định mức sinh lời và rủi ro dự kiến trong đầu tư chứng khoán

Trong những phần trên người ta đã nghiên cứu mức sinh lời và rủi ro, cách tính phương sai và độ lệch chuẩn của mức sinh lời dựa vào các số liệu trong lịch sử. Tuy nhiên, trong thực tế nhà đầu tư trước khi ra quyết định đầu tư chứng khoán phải dựa vào những dự tính trong tương lai, vì vậy cần phải nghiên cứu cách xác định mức sinh lời và rủi ro dự kiến.

9.1.4.1. Xác định mức sinh lời dự kiến

Giả định rằng mức sinh lời của một chứng khoán có thể nhận giá trị R_t trong đó $t = 1, \dots, T$ tương ứng với các tình huống khác nhau của nền kinh tế. Nhà đầu tư tin tưởng rằng tình huống t sẽ xảy ra với xác suất p_t . Tỷ lệ sinh lời dự kiến được tính bằng cách lấy mức sinh lời trong từng tình huống nhân với xác suất xảy ra tương ứng của các tình huống, sau đó cộng tất cả các phép nhân đó với nhau.

$$E(R) = p_1 R_1 + p_2 R_2 + \dots + p_T R_T$$

Phương sai của mức sinh lời dự kiến của chứng khoán là giá trị dự kiến của bình phương chênh lệch giữa lợi nhuận và giá trị được dựa đoán tương ứng.

$$\delta^2 = E[(R - E(R))^2]$$

Phương sai của mức sinh lời dự kiến là tổng của tích các bình phương chênh lệch giữa mức sinh lời và mức sinh lời dự kiến trong mỗi trường hợp t với xác suất xảy ra tương ứng.

$$\delta^2 = p_1 (R_1 - E[R])^2 + p_2 (R_2 - E[R])^2 + \dots + p_s (R_s - E[R])^2$$

Độ lệch tiêu chuẩn của mức sinh lời dự kiến là căn bậc hai của phương sai.

$$SD(R) = \sigma = \sqrt{\text{Var}(R)}$$

Ví dụ 3*:

Người ta dự kiến rằng: ở tình trạng kinh tế hưng thịnh, cổ phiếu Netcap (ký hiệu N) sẽ có mức sinh lời là: 80% và cổ phiếu Jmart (ký hiệu J) sẽ có mức sinh lời là: 20%. Nếu nền kinh tế ở tình trạng suy thoái, cổ phiếu Netcap sẽ có mức sinh lời là: -20% và cổ phiếu Jmart sẽ có mức sinh lời là:

* Charles J. Corrado & Bradford D. Jordan, *Fundamentals of Investments - Valuation and Management*, Mc Graw Hill, 2000.

30%. Giả sử xác suất cho mỗi tình trạng kinh tế kể trên đều là: 0,5. Chúng ta có thể tổng kết bằng bảng sau đây:

Tình trạng của nền kinh tế	Xác suất xảy ra cho mỗi tình trạng kinh tế	Mức sinh lời dự kiến (%) cho từng tình trạng kinh tế	
		Cổ phần N	Cổ phần J
Suy thoái	0,5	- 20	30
Hưng thịnh	0,5	80	20

Nếu ta mua cổ phần J, một nửa thời gian sẽ cho ta mức sinh lời là: 30% và nửa thời gian còn lại sẽ cho ta mức sinh lời là: 20%. Như vậy, mức sinh lời dự kiến cho cổ phần J ký hiệu là $E(R_J)$ sẽ là:

$$E(R_J) = 0,50 \times 30\% + 0,50 \times 20\% = 25\%$$

Nói một cách khác, chúng ta chờ đợi một khoản mức sinh lời bình quân là 25% cho suốt thời kỳ xem xét.

Tương tự, mức sinh lời dự kiến bình quân cho cổ phần N ký hiệu là: $E(R_N)$ sẽ được tính như sau:

$$E(R_N) = 0,50 \times -20\% + 0,50 \times 80\% = 30\%$$

Giả sử mức sinh lời của khoản đầu tư không có rủi ro là: 8%, ta gọi 8% là tỷ suất không có rủi ro và ký hiệu là: R_f . Ta có thể tính mức bù đắp rủi ro dự kiến đối với các cổ phiếu như sau:

$$\begin{aligned} \text{Mức bù đắp rủi ro dự kiến cho cổ phiếu J} &= E(R_J) - R_f \\ &= 25\% - 8\% = 17\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Mức bù đắp rủi ro dự kiến cho cổ phiếu N} &= E(R_N) - R_f \\ &= 30\% - 8\% = 22\% \end{aligned}$$

Điều này lý giải vì sao cổ phần N có mức sinh lời kiến cao hơn so với cổ phần J mà vẫn có người thích mua cổ phiếu J? Cổ phiếu N mặc dù có mức sinh lời dự kiến cao hơn nhưng độ rủi ro cao hơn.

9.1.4.2. Xác định rủi ro dự kiến

Xác định rủi ro dự kiến chính là việc tính toán phương sai của mức sinh lời dự kiến. Trong ví dụ trên, việc tính toán phương sai dự kiến của hai cổ phiếu được thể hiện trong bảng sau:

(1) Tình trạng kinh tế	(2) Xác suất xảy ra của mỗi tình trạng kinh tế	(3) Chênh lệch về mức sinh lời của mỗi tình trạng kinh tế so với mức sinh lời bình quân dự kiến	(4) Bình phương các chênh lệch	(5) Tích số (2) x (4)
Cổ phiếu N Suy thoái Hưng thịnh	0,5	- 0,20 - 0,30 = - 0,50	$(-0,5)^2 = 0,25$	0,125
	0,5	0,80 - 0,30 = 0,50	$(0,5)^2 = 0,25$	0,125
				$\delta^2_N = 0,25$
Cổ phiếu J Suy thoái Hưng thịnh	0,5	0,30 - 0,25 = 0,05	$(0,05)^2 = 0,025$	0,0125
	0,5	0,20 - 0,25 = - 0,05	$(-0,05)^2 = 0,025$	0,0125
				$\delta^2_J = 0,050$

Qua kết quả trên chúng ta có kết luận: cổ phiếu N có thu nhập dự kiến bình quân cao hơn cổ phiếu J, nhưng cổ phiếu J có độ rủi ro thấp hơn cổ phiếu N. Nếu ta chọn cổ phiếu N, ta có thể đạt được mức mức sinh lời là 80% trong điều kiện của nền kinh tế hưng thịnh, tuy nhiên, ta cũng có thể bị lỗ 20% trong điều kiện nền kinh tế lâm vào tình trạng suy thoái. Ngược lại, trong mọi điều kiện thì cổ phiếu J đều có mức sinh lời ít nhất là 20%.

Vậy, nhà đầu tư nên mua cổ phiếu nào? Câu trả lời phụ thuộc vào sở thích của nhà đầu tư. Một số nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao để hy vọng có được mức sinh lời cao hơn nên họ thích mua cổ phiếu N. Một số người khác không thích liều lĩnh nên họ sẽ chọn mua cổ phiếu J.

9.1.4.3. Xác định mức sinh lời dự kiến của một danh mục đầu tư

Ở phần trên chúng ta mới xem xét mức sinh lời và rủi ro dự kiến đối với từng chứng khoán riêng lẻ, trong khi đó trong thực tế, nhà đầu tư thường đầu tư vào rổ chứng khoán, hay nói cách khác nhà đầu tư thường đầu tư theo danh mục đầu tư nhất định - đó là một nhóm các tài sản như là cổ phiếu và trái phiếu do một người đầu tư nắm giữ.

Vì vậy, trong phần này chúng ta sẽ tập trung nghiên cứu mức sinh lời dự kiến và phương sai của danh mục đầu tư.

Trở lại cổ phần J và cổ phần N, nếu ta dùng một nửa số tiền đầu tư vào cổ phần J và một nửa số tiền còn lại ta đầu tư vào cổ phần N, trong điều kiện xác suất xảy ra cho tình trạng kinh tế hưng thịnh và suy thoái là như nhau và bằng 0,5. Vậy, mức sinh lời dự kiến cho danh mục đầu tư là bao nhiêu?

Giả sử, nền kinh tế lâm vào tình trạng suy thoái suốt thời kỳ xem xét, một nửa số tiền đầu tư vào cổ phần N sẽ bị lỗ 20%, một nửa số tiền còn lại đầu tư vào cổ phần J sẽ có lãi là 30%. Như vậy, mức sinh lời của danh mục đầu tư (ký hiệu là R_p) sẽ được tính như sau:

$$R_p = 0,5 \times (-20\%) + 0,5 \times 30\% = 5\%$$

Nếu nền kinh tế hoàn toàn hưng thịnh trong suốt thời gian xem xét, ta có:

$$R_p = 0,5 \times 80\% + 0,5 \times 20\% = 50\%$$

Vì giả thiết xác suất xảy ra tình trạng kinh tế suy thoái và hưng thịnh là như nhau và bằng 0,5. Do đó, mức sinh lời dự kiến cho danh mục đầu tư (ký hiệu là $E(R_p)$) sẽ là:

$$E(R_p) = 0,5 \times 5\% + 0,5 \times 50\% = 27,5\%$$

Trong phần trước chúng ta đã nghiên cứu cách tính mức sinh lời dự kiến cho từng loại tài sản riêng biệt, cổ phiếu J cho ta $E(R_J)$ và cổ phiếu N cho ta $E(R_N)$. Để tính mức sinh lời dự kiến cho danh mục đầu tư ta lấy trọng số của từng loại tài sản riêng biệt trong danh mục đầu tư nhân với mức sinh lời dự kiến của tài sản đó. Cộng tổng tất cả các tích số đó lại với nhau ta sẽ có mức sinh lời dự kiến của danh mục đầu tư.

Ở ví dụ 3, ta đã tính được mức sinh lời dự kiến của cổ phiếu J là: $E(R_U) = 25\%$ và mức sinh lời dự kiến của cổ phiếu N là: $E(R_N) = 30\%$, theo giả thiết trọng số của cổ phiếu J và cổ phiếu N đều là 0,5. Ta sẽ tính được mức sinh lời dự kiến cho danh mục đầu tư như sau:

$$\begin{aligned} E(R_p) &= 0,5 \times E(R_U) + 0,5 \times E(R_N) \\ &= 0,5 \times 30\% + 0,5 \times 25\% = 27,5\% \end{aligned}$$

Tóm lại, giả sử danh mục đầu tư có n chứng khoán, X_i là trọng số của chứng khoán i, công thức chung để tính mức sinh lời dự kiến cho danh mục đầu tư tính theo mức sinh lời của các chứng khoán thành viên như sau:

$$E(R_p) = X_1 \times E(R_1) + X_2 \times E(R_2) + \dots + X_n \times E(R_n) = \sum X_i E(R_i)$$

$$\text{Với } i = 1, 2, 3, \dots, n$$

9.1.4.4. Xác định rủi ro dự kiến của một danh mục đầu tư

Để minh họa tiếp tục lấy cổ phiếu J và cổ phiếu N ở các ví dụ trên, theo đó người ta đã tính được trong trường hợp nền kinh tế hoàn toàn rơi vào tình trạng suy thoái trong suốt thời kỳ nghiên cứu thì mức sinh lời dự kiến cho danh mục đầu tư là: 5%, còn nếu nền kinh tế hưng thịnh trong suốt thời kỳ nghiên cứu thì mức sinh lời dự kiến cho danh mục đầu tư sẽ là: 50%. trong điều kiện xác suất xảy ra cho cả hưng thịnh và suy thoái đều là 0,5 ta đã tính được mức sinh lời dự kiến của danh mục đầu tư là: $E(R_p) = 0,275$.

Việc tính toán phương sai và độ lệch tiêu chuẩn của danh mục đầu tư được tổng kết ở bảng sau:

(1) Tình trạng Kinh tế	(2) Xác suất xảy ra của mỗi tình trạng kinh tế	(3) Mức sinh lời của danh mục đầu tư cho mỗi tình trạng kinh tế	(4) Bình phương các chênh lệch giữa mức sinh lời theo từng tình trạng kinh tế và mức sinh lời dự kiến bình quân của danh mục đầu tư	(5) Tích số (2) x (4)
Suy thoái	0,5	5%	$(0,05 - 0,275)^2 = 0,050625$	0,0253125
Hưng thịnh	0,5	50%	$(0,50 - 0,275)^2 = 0,50625$	0,0253125
				$\sigma_p^2 = 0,050625$
$\sigma_p = \sqrt{0,050625} = 22,5\%$				

Vậy rủi ro của danh mục đầu tư được tính theo công thức tổng quát:

$$\sigma_p^2 = \sum (R_{p,j} - E[R_p])^2 \times P_j$$

Trong đó: $R_{p,j}$: Mức sinh lời của các chứng khoán j

$E[R_p]$: Mức sinh lời dự kiến bình quân của danh mục đầu tư

P_j : Là xác suất (trọng số) của từng giả thiết

Giả sử, người ta thay đổi các trọng số của danh mục đầu tư. 1/11 số tiền dùng để đầu tư vào cổ phiếu N và số tiền còn lại 10/11 dùng để đầu tư vào cổ phiếu J. Trong điều kiện nền kinh tế suy thoái trong suốt thời kỳ nghiên cứu, mức sinh lời dự kiến của danh mục đầu tư được xác định như sau:

$$R_p = (1/11) \times (-20\%) + (10/11) \times (30\%) = 25,45\%$$

Trong điều kiện nền kinh tế hưng thịnh suốt thời kỳ xem xét, mức sinh lời dự kiến của danh mục đầu tư được xác định như sau:

$$R_p = (1/11) \times (80\%) + (10/11) \times (20\%) = 25,45\%$$

Như vậy, khi bố trí danh mục đầu tư theo các tỷ trọng (trọng số) như trên thì dù nền kinh tế ở trạng thái nào nhà đầu tư vẫn có mức sinh lời dự kiến là 25,45%. Không cần phải tính toán, có thể thấy là: trong trường hợp này phương sai của danh mục đầu tư bằng 0. Điều này rất quan trọng cho việc bố trí một danh mục đầu tư sao cho có thể loại bỏ được một số rủi ro nhất định. Nội dung này sẽ được đề cập kỹ trong phần đa dạng hoá danh mục đầu tư.

9.1.4.5. Đo rủi ro cổ phiếu bằng hệ số bê ta (β)

Phương trình tính phương sai (δ_p^2) của một danh mục đầu tư cho biết được phần rủi ro mà một tài sản (chứng khoán i) góp vào danh mục. Khi chia phần rủi ro này cho tổng rủi ro của danh mục δ_p^2 ta có tỷ lệ rủi ro thuộc tài sản i đối với rủi ro của danh mục là $x_i \times \delta_i / \delta_p$.

Tỷ số này cho ta biết về độ nhạy cảm của lợi tức thuộc tài sản i đối với lợi tức của danh mục đầu tư và khi tỷ số thu được càng lớn thì giá trị của tài sản thay đổi càng nhiều theo những thay đổi giá trị danh mục và tài sản i càng góp nhiều rủi ro vào rủi ro của danh mục. Như vậy, phần góp của một tài sản vào rủi ro của một danh mục không phụ thuộc vào rủi ro của tài sản đó khi đứng riêng biệt, mà phụ thuộc vào độ nhạy cảm của lợi tức của tài sản đó đối với những thay đổi về giá trị của danh mục đó.

Trong trường hợp toàn thể các rủi ro trên thị trường được đưa vào danh mục, thì danh mục P được gọi là danh mục thị trường (ký hiệu là P_m). Để xác

định mức sinh lời (lợi suất) thị trường cần tính toán trên mức lợi suất của tất cả các tài sản. Điều này hầu như không thể làm được bởi vì số lượng tài sản là rất lớn. Cách thường làm là chọn tập mẫu tiêu biểu từ các chỉ số để đo mức lợi suất thị trường, và đo độ lệch chuẩn của thị trường (δ_m). Từ đó người ta đo được mức dao động lợi suất của một loại chứng khoán trong quan hệ với mức lợi suất thị trường - dùng hệ số beta (β).

Công thức tính β của một chứng khoán bất kỳ, ký hiệu β_i :

$$\beta_i = \frac{\delta_i}{\delta_m} \times \text{Cor}_{im}$$

Trong đó Cor_{im} là hệ số tương quan (Correlation - Cor) của tài sản i trong danh mục đầu tư.

Hoặc có thể tính theo Cov_{im} như sau:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}_{im}}{\delta_m^2} = \frac{\delta_i \cdot \delta_m \text{Cor}_{im}}{\delta_m^2}$$

$$\text{Cov}_{im} = \frac{1}{(n-1)} \sum_{t=1}^n (r_{it} - r_i) \cdot (r_{mt} - r_m)$$

$$\delta_m^2 = \frac{1}{(n-1)} \sum_{t=1}^n (r_{mt} - E r_m)^2$$

$$\text{Cor}_{im} = \frac{\text{Cov}_{im}}{\delta_i \cdot \delta_m}$$

Trong đó:

Cov_{im} là hệ số tích sai giữa r_{it} và r_{mt} .

δ_m^2 là phương sai của danh mục thị trường.

r_{it} là mức sinh lời của cổ phiếu i tại kỳ t.

r_{mt} là mức sinh lời của thị trường tại kỳ t.

Cor_{im} là hệ số tương quan giữa r_i và r_m .

β của một cổ phiếu là hệ số biểu thị tính biến động, nó phản ánh mối quan hệ giữa độ biến động của giá chứng khoán mà ta quan tâm với sự biến động của mức giá chung trên thị trường. Ngoài ra, hệ số này còn đo phần góp của tài sản đó góp vào rủi ro của danh mục thị trường. Một tài sản có hệ số β cao hơn có nghĩa là lợi tức của tài sản đó nhạy cảm hơn với những thay đổi về giá trị danh mục thị trường và điều này cũng có nghĩa là tài sản đó góp nhiều hơn vào rủi ro của danh mục.

Giá trị β khác nhau của các loại cổ phiếu phản ánh mức độ chịu ảnh hưởng của giá cổ phiếu trước thị trường cổ phiếu.

Hệ số β có thể là một số dương hoặc là một số âm. Cổ phiếu có hệ số β là dương thì thu nhập của nó có mối quan hệ thuận chiều với thu nhập của thị trường. Ngược lại, những cổ phiếu có giá trị là âm sẽ có mối quan hệ ngược chiều với thị trường. Như vậy, hệ số β càng lớn thì độ rủi ro của cổ phiếu càng lớn (nó có thể chuyển động lên cao hơn thị trường khi thị trường tăng giá, nhưng cũng hạ thấp hơn khi thị trường đang hạ giá).

Dựa vào hệ số β , ta có thể xác định tỷ lệ sinh lời dự kiến (kỳ vọng) của một chứng khoán riêng lẻ.

$$Er_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f). \text{ Nếu } \beta_i = 1 \text{ thì } Er_i = r_m$$

Trong thực tế, các nhà đầu tư thường đầu tư vào danh mục các cổ phiếu, vì vậy, để đo rủi ro của tổ hợp cổ phiếu, ta tính hệ số β của tổ hợp cổ phiếu là giá trị bình quân gia quyền của các cổ phiếu, quyền số là tỷ trọng mà mỗi một cổ phiếu chiếm trong tổ hợp đầu tư.

Công thức tính là:

$$\beta_p = \sum_n \beta_i x_i = \beta_1 \cdot x_1 + \beta_2 \cdot x_2 + \dots + \beta_n \cdot x_n$$

Khi thêm cổ phiếu có hệ số β tương đối cao vào danh mục thì hệ số β của cả danh mục q cũng tăng lên. Ngược lại, khi đưa hệ số β thấp vào thì hệ số β của danh mục sẽ giảm xuống.

9.2. MỤC TIÊU VÀ QUY TRÌNH TRONG PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

9.2.1. Mục tiêu phân tích chứng khoán

Mục tiêu của quá trình phân tích chứng khoán là giúp cho nhà đầu tư ra các quyết định mua bán chứng khoán một cách có hiệu quả nhất, tức là *mang lại lợi nhuận và sự an toàn về vốn cho nhà đầu tư*.

Phân tích chứng khoán được nhà đầu tư tiến hành nhằm trả lời các câu hỏi trước khi đưa ra các quyết định đầu tư như: khi nào là thời điểm thuận lợi để đầu tư, khi nào cần phải rút ra khỏi thị trường; đầu tư vào loại chứng khoán nào để phù hợp với mục tiêu đề ra;?...v.v.

9.2.2. Quy trình trong phân tích chứng khoán

Quy trình phân tích chứng khoán phụ thuộc vào quan điểm của từng nhà đầu tư. Tuy nhiên, tựu chung lại có thể sử dụng quy trình phân tích từ trên xuống; phân tích từ dưới lên, hoặc là kết hợp cả hai.

Trong thực tế, phương pháp phân tích theo quy trình từ trên xuống được áp dụng rộng rãi nhất. Tức là bắt đầu quy trình phân tích nền kinh tế - xã hội và tổng quan về thị trường chứng khoán trong phạm vi toàn cầu và quốc gia (*phân tích vĩ mô*), sau đó phân tích theo các ngành cụ thể (*phân tích ngành*) và cuối cùng là phân tích từng công ty riêng lẻ (*phân tích công ty*).

9.3. NỘI DUNG PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

9.3.1. Phân tích vĩ mô và thị trường chứng khoán

Trong phân tích vĩ mô cần quan tâm đến tình hình kinh tế - chính trị - xã hội trong phạm vi quốc tế và quốc gia.

9.3.1.1. Phân tích tình hình kinh tế - chính trị - xã hội quốc tế

Môi trường kinh tế quốc tế có thể ảnh hưởng mạnh mẽ đến tình hình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và của quốc gia, có những tác động trực tiếp đến hoạt động của thị trường chứng khoán. Đặc biệt, trong bối cảnh hội nhập hiện nay, yếu tố quốc tế cần được xem xét trong quá trình phân tích đầu tư chứng khoán.

Các vấn đề có tính quốc tế cần lưu ý trong quá trình phân tích chứng khoán là: mức tăng trưởng kinh tế; các vấn đề chính trị nhạy cảm; chính sách bảo hộ; chính sách tự do hoá tài chính; chính sách tiền tệ...

9.3.1.2. Phân tích tình hình kinh tế - chính trị - xã hội của quốc gia

a) Môi trường chính trị - xã hội

Môi trường chính trị và xã hội có những tác động nhất định đến hoạt động của TTCK nước đó, thậm chí có thể tác động đến hoạt động TTCK trên phạm vi toàn cầu.

Tình hình chính trị có ảnh hưởng rất lớn đến thị trường chứng khoán. Các yếu tố chính trị bao gồm những thay đổi về Chính phủ và các hoạt động chính trị kinh tế của nhiều nước. Thay đổi chính trị làm cho nhiều quy định và sự kiểm soát của Chính phủ trong một số ngành được thắt chặt và một số quy định trong các ngành khác lại được nới lỏng, từ đó có những tác động lớn tới kết quả kinh doanh của mỗi ngành, mỗi công ty và rất khó có thể khẳng định việc thắt chặt hay nới lỏng này sẽ tạo ra các tác dụng tích cực hay tiêu cực cho nền kinh tế.

Môi trường pháp luật cũng là yếu tố cơ bản gây tác động tới thị trường chứng khoán. Các cơ quan Chính phủ tác động đến thị trường chứng khoán bằng Luật và các văn bản dưới Luật. Chẳng hạn, Luật chống độc quyền thường làm giảm giá chứng khoán của các công ty bị thuộc đối tượng bị Luật điều chỉnh. Luật thu tóm sáp nhập công ty có thể gây tác động tiêu cực hay tích cực đến một nhóm các công ty. Chính sách tài chính - tiền tệ trực tiếp gây tác động lớn tới thị trường... Do vậy, môi trường pháp lý cần được xem xét theo các góc độ như sau:

- Tính đồng bộ của hệ thống pháp luật;
- Tính khả thi của hệ thống pháp luật;
- Tính hiệu quả của hệ thống pháp luật (có đủ để bảo vệ quyền lợi chính đáng của nhà đầu tư hay không, có khuyến khích các hoạt động kinh doanh chứng khoán hay không, có đủ sức mạnh để đảm bảo các giao dịch chứng khoán được an toàn không?...)

- Tính quốc tế của hệ thống pháp luật;
- Tính ổn định của hệ thống pháp luật;

b. Các điều kiện kinh tế vĩ mô

Như trong phần phân tích rủi ro đầu tư chứng khoán đã chỉ rõ: các điều kiện kinh tế vĩ mô sẽ quyết định rủi ro chung của thị trường (trong lý thuyết đầu tư gọi là rủi ro hệ thống). Rủi ro này tác động đến toàn bộ thị trường, đến tất cả chứng khoán. Đối với các người đầu tư, hay tổ chức phát hành thì đây được coi là yếu tố "*khách quan*".

Các điều kiện kinh tế vĩ mô cần quan tâm trong phân tích chứng khoán là: tổng sản phẩm quốc nội (GDP); tỷ lệ thất nghiệp; tỷ lệ lạm phát; lãi suất; tỷ giá; mức thâm hụt ngân sách quốc gia; chính sách của Chính phủ trong lĩnh vực tài chính - tiền tệ. Tuy nhiên, có 3 nhân tố vĩ mô cơ bản nhất tác động trực tiếp tới các hoạt động đầu tư trên TTCK, đó là tỷ giá hối đoái, lãi suất và tỷ lệ lạm phát. Dưới đây sẽ phân tích cụ thể ảnh hưởng của chúng.

- Tỷ giá hối đoái: khi nhà đầu tư nhận định rằng đồng nội tệ có thể bị phá giá trong thời gian tới thì nhà đầu tư đó sẽ quyết định không đầu tư vào chứng khoán hoặc sẽ tìm cách thay thế chứng khoán bằng tài sản ngoại tệ để phòng ngừa giá trị chứng khoán bị sụt giảm.

- Lạm phát và lãi suất: đây là hai nhân tố rất quan trọng gây ảnh hưởng lớn tới quyết định đầu tư vào TTCK. Như đã nêu trên đây, lãi suất là nhân tố tác động tới mức giá chứng khoán và lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư khi đầu tư vào chứng khoán. Mức lãi suất này lại bị ảnh hưởng của một số nhân tố sau:

* *Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty*: nếu các công ty hoạt động có hiệu quả thì nhu cầu về vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh cao hơn; đồng thời sẽ có nhiều doanh nghiệp mới được thành lập. Vì lý do này, sức cầu về vốn cao, do vậy đẩy mức lãi suất vay vốn cao hơn.

* *Sức chi tiêu của nhân dân*: nếu dự đoán về nền kinh tế có triển vọng phát triển tốt thì nhu cầu tiêu dùng ngày hôm nay của dân cư sẽ cao hơn, do vậy họ sẵn sàng đi vay để chi tiêu, dẫn đến lãi suất có thể tăng.

c) Các dự đoán về tình hình kinh tế và xu hướng thị trường

Môi trường kinh tế vĩ mô có vai trò quan trọng quyết định xu thế chung của thị trường chứng khoán. Thông thường, khi nền kinh tế đang ở trong giai đoạn tăng trưởng và thịnh vượng thì thị trường chứng khoán phát triển và ngược lại khi nền kinh tế ở trong giai đoạn suy giảm, suy thoái và khủng hoảng thì thị trường sẽ đi xuống.

Như vậy, nếu dự đoán được xu hướng phát triển của nền kinh tế thì ta có dự báo được xu thế phát triển chung của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, qua khảo sát thực tế cho thấy quan hệ giữa tình hình kinh tế với diễn biến chung của thị trường chứng khoán không phải lúc nào cũng diễn ra cùng chiều và nếu có thì chúng có thể xảy ra theo các chiều hướng và trật tự khác nhau. Thực tế trên các thị trường chứng khoán thế giới cho thấy có những giai đoạn nền kinh tế phát triển rất mạnh nhưng thị trường chứng khoán lại đi xuống và ngược lại. Lấy ví dụ trường hợp thị trường chứng khoán Mỹ năm 1946. Vào thời điểm đó, các điều kiện kinh tế vĩ mô đang rất thuận lợi: Tổng sản phẩm quốc dân (GNP) tăng; Giá cả hàng hoá tăng ổn định; Thu nhập và cổ tức của các tổ chức phát hành đều tăng song khi đó các nhà đầu tư lại tỏ ra bi quan, thời điểm tháng 8 và tháng 9, giá các cổ phiếu sụt giảm mạnh và năm 1946-1947 là năm suy thoái của thị trường chứng khoán Mỹ. Những năm 1985-1986 thì ngược lại, khi đó nền kinh tế Mỹ trở nên khó khăn, nhiều công ty bị phá sản song giá chứng khoán trên thị trường vẫn tăng và thị trường đang ở trong thời kỳ tăng trưởng.

Biến động giá cổ phiếu đôi khi xảy ra trước biến động nền kinh tế, đôi khi xảy ra sau. Vì vậy, các nhà đầu tư luôn cố gắng dự đoán tình hình kinh tế để tìm ra những đỉnh điểm của chu kỳ kinh tế và chọn thời cơ tham gia hoặc rút lui khỏi thị trường chứng khoán.

9.3.2. Phân tích ngành

Bước thứ hai trong quá trình phân tích chứng khoán là phân tích ngành. Phân tích ngành cũng có vai trò quan trọng như phân tích vĩ mô. Nội dung cần phân tích bao gồm: phân tích chu kỳ sống, chu kỳ kinh doanh của ngành, xác định hệ số rủi ro, mức sinh lời (lợi suất) kỳ vọng và các hệ số tài chính của ngành.

Các bước trong phân tích ngành:

1/ Xác định hệ số rủi ro β của ngành, từ đó tính toán mức sinh lời (lợi suất) yêu cầu theo mô hình CAPM:

$$E(R) = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Trong đó:

$E(R)$: là mức sinh lời cần thiết

R_f : là mức sinh lời của tín phiếu phi rủi ro

R_m : là mức sinh lời của thị trường

β : là hệ số rủi ro của ngành.

2/ Phân tích chỉ số P/E của toàn ngành:

- Xem xét mối quan hệ của P/E ngành với P/E tổng thể của thị trường.
- Xem xét các nhân tố cơ bản của ngành gây tác động trực tiếp tới P/E ngành như hệ số trả cổ tức, mức sinh lời (lợi suất) yêu cầu r và tỷ lệ tăng trưởng cổ tức (g).

3/ Ước tính thu nhập đầu cổ phiếu (EPS hay E): được thực hiện theo một số phương pháp chủ yếu như phân tích chu kỳ kinh doanh; phân tích đầu vào - đầu ra; phân tích mối quan hệ giữa ngành và nền kinh tế tổng thể.

4/ Tính giá trị cuối kỳ của chỉ số ngành bằng cách nhân hệ số P/E cuối kỳ tính toán được với ước tính thu nhập đầu cổ phiếu. Sau đó so sánh giá trị chỉ số cuối kỳ với giá trị đầu kỳ để ước tính lợi suất.

$r = (\text{giá trị chỉ số cuối kỳ} - \text{giá trị đầu kỳ} + \text{cổ tức nhận trong kỳ}) / \text{giá trị đầu kỳ}$.

5/ So sánh lợi suất đạt được r với lợi suất yêu cầu $E(r)$ để quyết định đầu tư.

9.3.3. Phân tích công ty

9.3.3.1. Phân tích các báo cáo tài chính

Phân tích báo cáo tài chính là việc làm quan trọng đối với các nhà đầu tư, mục đích phân tích các báo cáo tài chính là nhằm đánh giá:

- Khả năng sinh lợi của tổ chức phát hành

- Khả năng thanh toán nợ dài hạn
- Khả năng thanh khoản, tức là khả năng chi trả các khoản nợ đặc biệt là nợ ngắn hạn.
- Tiềm năng phát triển trong tương lai.

Việc phân tích các báo cáo tài chính cần tiến hành đồng bộ theo cả chiều dọc và chiều ngang. Phân tích báo cáo tài chính theo chiều dọc nghĩa là tính toán các tỷ lệ của doanh nghiệp và so sánh trong từng thời kỳ để thấy được thực chất của việc tăng, giảm. Phân tích theo chiều ngang là phân tích cần có sự so sánh giữa doanh nghiệp phân tích với các doanh nghiệp ngang hàng nhau trong cùng một ngành.

Phương tiện cơ bản của các báo cáo tài chính công ty là báo cáo thường niên bao gồm 3 loại báo cáo chính sau:

- Bảng cân đối kế toán
- Báo cáo lưu chuyển tiền tệ
- Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

9.3.3.2. Phân tích rủi ro

Phân tích rủi ro tức là phân tích sự biến động của tổng thể các dòng thu nhập của công ty. Thông thường, rủi ro đối với công ty thường được phân tích trên 2 góc độ: Rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

Rủi ro kinh doanh thường được tính bằng mức độ biến động của thu nhập phát sinh từ hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.

$$\text{Rủi ro kinh doanh} = \frac{\text{Độ lệch chuẩn của thu nhập hoạt động}}{\text{Thu nhập hoạt động bình quân}}$$

Ngoài ra, cần phân tích sự biến động của doanh số bán hàng và đòn bẩy tài chính trong phân tích rủi ro kinh doanh.

Rủi ro tài chính được hiểu là sự biến động về lợi nhuận của các cổ đông khi doanh nghiệp vay nợ. Để xác định rủi ro tài chính, các nhà phân tích thường sử dụng hai loại hệ số khác nhau. *Thứ nhất* là các hệ số trên bảng cân đối kế toán và *Thứ hai* là nhóm hệ số về các dòng thu nhập hoặc dòng tiền để thanh toán các chi phí. Mục đích của các hệ số là chỉ ra khả năng thanh

toán nợ ngắn hạn cũng như cơ cấu vốn và khả năng thanh toán nợ dài hạn của tổ chức phát hành.

9.3.3.3. Phân tích cơ bản

9.3.3.3.1. Một số khái niệm liên quan đến giá trị

Thuật ngữ "giá trị" thường được sử dụng trong những hoàn cảnh khác nhau.

Giá trị sổ sách: Là giá trị của một tài sản được ghi trong bảng cân đối kế toán của một công ty. Giá trị sổ sách thể hiện chi phí lịch sử của tài sản hơn là giá trị hiện tại của nó. Ví dụ, giá trị sổ sách của cổ phiếu ưu đãi của một công ty là số tiền mà các nhà đầu tư trả cho TCPH lần đầu tiên và vì vậy đó là số tiền mà công ty nhận được khi cổ phiếu được phát hành.

Giá trị thanh lý: là lượng tiền thu được nếu bán một tài sản một cách riêng lẻ chứ không xem như là một phần tài sản của công ty đang hoạt động bình thường. Ví dụ, nếu một hoạt động của một công ty bị chấm dứt, tài sản của nó được chia ra và bán đi, giá bán sẽ thể hiện giá trị thanh lý của tài sản.

Giá trị thị trường của một tài sản là giá của tài sản đó trên thị trường. Giá trị này được xác định bởi cung và cầu trên thị trường, nơi mà người mua và người bán thương thuyết một giá cả chấp nhận chung cho tài sản đang xét.

Giá trị thực hay giá trị kinh tế của một tài sản có thể định nghĩa là giá trị hiện tại của những luồng tiền trong tương lai dự tính thu được từ tài sản đó, được chiết khấu về thời điểm hiện tại với tỷ lệ lợi tức yêu cầu thích hợp. Giá trị này là lượng tiền mà nhà đầu tư xem là cân bằng trong điều kiện cho trước về số lượng, thời điểm, mức độ rủi ro của những luồng tiền trong tương lai. Một khi nhà đầu tư đã ước tính giá trị thực của một chứng khoán thì giá trị này có thể so sánh với giá trị thị trường của nó sẵn có. Nếu giá trị thực lớn hơn giá trị thị trường, thì chứng khoán này bị định giá thấp dưới con mắt của nhà đầu tư. Nếu giá thị trường vượt quá giá thực thì chứng khoán này được định giá cao. Lưu ý rằng nếu thị trường chứng khoán hoạt động có hiệu quả thì giá trị thị trường và giá trị thực của chứng khoán sẽ bằng nhau. Bất cứ lúc nào, khi giá trị thực của một chứng khoán khác với giá thị trường hiện tại, thì sự cạnh tranh giữa các nhà đầu tư để tìm kiếm cơ hội thu lợi nhuận sẽ

nhanh chóng đẩy giá thị trường ngược trở lại giá trị thực. Vì vậy, chúng ta có thể định nghĩa một thị trường có hiệu quả là một thị trường trong đó, giá trị tất cả các chứng khoán tại bất cứ thời điểm nào đều phản ánh đầy đủ tất cả những thông tin công khai sẵn có. Trong một thị trường như vậy, giá trị thị trường và giá trị thực là như nhau. Nếu các thị trường hoạt động có hiệu quả thì sẽ gây khó khăn cho một nhà đầu tư tạo thêm lợi nhuận từ khả năng phân đoán giá, vì giá cả sẽ phản ứng rất nhanh chóng đối với những thông tin mới cập nhật.

9.3.3.3.2. Định giá và lựa chọn trái phiếu

a) Các bước trong định giá trái phiếu

Việc tìm giá trị của một tài sản được thực hiện theo ba bước:

Bước 1: Đánh giá đặc điểm của tài sản bao gồm độ lớn và thời điểm của những luồng tiền dự tính và mức độ rủi ro của những luồng tiền này.

Bước 2: Xác định tỷ lệ lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư. Tỷ lệ này biểu hiện thái độ của nhà đầu tư trong việc dự toán rủi ro và nhận biết mức độ rủi ro của tài sản.

Bước 3: Chiết khấu những luồng tiền dự tính trở về hiện tại với tỷ lệ lợi tức yêu cầu với tư cách là tỷ lệ chiết khấu.

Tỷ lệ lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư, k , được xác định bởi tỷ lệ lãi suất không rủi ro cộng với phần thưởng rủi ro mà nhà đầu tư cho là cần thiết để bù đắp cho rủi ro mà họ phải gánh chịu trong việc sở hữu tài sản. Vì vậy, một mô hình định giá chứng khoán cơ bản có thể định nghĩa về mặt toán học như sau:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k)^t}$$

Trong đó : C_t = luồng tiền sẽ nhận được tại thời điểm t

PV = giá trị thực hay giá trị hiện tại của một tài sản tạo ra những luồng tiền tương lai dự tính C_t từ năm thứ nhất đến năm thứ n .

k = tỷ lệ lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư

n = số năm mà luồng tiền xuất hiện.

Sử dụng phương trình trên, có ba bước cơ bản trong quá trình định giá trái phiếu:

Bước 1: Ước lượng C_t trong phương trình, tức là độ lớn và thời điểm những luồng tiền tương lai dự tính chứng khoán đang xét sẽ mang lại.

Bước 2: Xác định k , tỷ lệ lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư

Bước 3: Tính giá trị thực PV, như là giá trị hiện tại của những luồng tiền dự tính được chiết khấu tại tỷ lệ lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư.

b) Năm quan hệ cơ bản trong định giá trái phiếu:

1. Giảm lãi suất (tỷ lệ lợi tức yêu cầu) sẽ dẫn đến tăng giá trị trái phiếu, tăng lãi suất sẽ làm giảm giá trị của trái phiếu. Sự thay đổi giá trị gây ra do thay đổi lãi suất gọi là rủi ro lãi suất.

2. Nếu tỷ lệ lợi tức yêu cầu của trái chủ (lãi suất hiện hành)

a. Bằng lãi suất coupon thì trái phiếu sẽ được bán bằng mệnh giá hay giá trị đáo hạn.

b. Lớn hơn lãi suất coupon thì trái phiếu sẽ bán với giá thấp hơn mệnh giá hay là tại giá chiết khấu.

c. Thấp hơn lãi suất coupon thì trái phiếu sẽ bán với giá cao hơn mệnh giá hay tại mức giá có thưởng.

3. Khi một trái phiếu càng đến gần ngày đáo hạn thì giá trị thị trường của trái phiếu sẽ càng đến gần mệnh giá.

4. Một người sở hữu phiếu dài hạn sẽ chịu rủi ro lãi suất lớn hơn là trường hợp trái phiếu ngắn hạn.

5. Tính nhạy cảm của giá trị trái phiếu đối với sự thay đổi lãi suất không chỉ bị tác động bởi khoảng thời gian cho đến khi đáo hạn mà còn bởi cơ cấu theo thời gian của những luồng tiền hay độ co giãn của nó.

c) Các phép đo lãi suất của trái phiếu

- ***Lãi suất hoàn vốn:*** là mức lãi suất quy định sao cho kỳ hạn tính lãi trùng với kỳ hạn của lãi suất được tính. Tại mức lãi suất hoàn vốn, giá trị hiện tại của các dòng tiền mặt thanh toán trong tương lai của các khoản đầu tư bằng với chi phí của khoản đầu tư.

- **Tỷ lệ lợi tức yêu cầu của trái chủ** (hay còn gọi là lãi suất khi đáo hạn - YTM). Về mặt lý thuyết, mỗi một nhà đầu tư có thể yêu cầu một tỷ lệ lợi tức khác nhau đối với mỗi một loại chứng khoán cụ thể. Tuy nhiên, giám đốc tài chính chỉ quan tâm đến tỷ lệ lợi tức yêu cầu được biểu hiện bằng giá cả thị trường của chứng khoán công ty. Nói cách khác, sự nhất trí của các nhà đầu tư về một tỷ lệ lợi tức dự tính được phản ánh trong giá cả thị trường hiện tại của trái phiếu.

Để đo lường tỷ lệ lợi tức dự tính của trái chủ YTM, chúng ta phải tìm tỷ lệ chiết khấu mà làm cân bằng giữa giá trị thực của trái phiếu với thị giá của nó. Tỷ lệ lợi tức dự tính đối với một trái phiếu cũng là tỷ lệ lợi tức mà nhà đầu tư sẽ kiếm được nếu như trái phiếu được giữ cho đến khi mãn hạn. Vì vậy, khi đề cập đến trái phiếu thì những thuật ngữ: tỷ lệ lợi tức dự tính và lãi suất đến khi đáo hạn thường được sử dụng thay đổi cho nhau.

Thông thường, để xác định tỷ lệ lợi tức yêu cầu k_b người ta thường áp dụng phương pháp nội suy.

- Lãi suất danh nghĩa

Lãi suất danh nghĩa (hay là lãi suất Coupon) là mức lãi suất phản ánh số tiền phát sinh trên số tiền gốc sau một thời gian nhất định. Nó là tỷ lệ phần trăm của trái tức so với mệnh giá của trái phiếu. Lãi suất này được giữ cố định, không thay đổi từ khi phát hành cho đến khi đáo hạn. Vì vậy, lãi suất danh nghĩa không phản ánh đầy đủ mức sinh lời thực của trái phiếu bởi giá mua của trái phiếu cũng như tỷ lệ lạm phát đã không được tính đến.

Để tính được mức lãi suất thực, ta lấy lãi suất danh nghĩa trừ đi tỉ lệ lạm phát. Công thức đúng để tính lãi suất thực là:

$$R_{th} = \frac{1+R}{(1-q)}$$

Trong đó: q là tỷ lệ lạm phát; R_{th} là lãi suất thực; R là lãi suất danh nghĩa.

- **Lãi suất hiện hành:** lãi suất này đo lường sự thu nhập mà người đầu tư thu nhận được so với số tiền thực tế bỏ ra khi mua trái phiếu mà không tính đến mô hình thời gian lãi suất thu được. Việc tính lãi suất hiện hành chỉ liên quan đến lãi suất Coupon. Nó được tính bằng lãi suất Coupon hàng năm

chia cho giá mua trái phiếu.

- **Lãi suất khi mua lại (YTC):** là lãi suất hoàn vốn mà tại đó giá trị hiện tại của các dòng tiền khi trái phiếu được mua lại trước thời điểm đáo hạn bằng với giá của trái phiếu nếu trái phiếu được nắm giữ đến khi thời hạn mua lại. Lãi suất này có cách tính tương tự như cách tính YTM, chỉ khác là giá trị khi đáo hạn được thay bằng giá mua lại và thời điểm đáo hạn được thay bằng thời điểm thu hồi.

$$YTC = \frac{D + \frac{RF - P}{n}}{\frac{RF + P}{2}}$$

Trong đó: n là số năm hoàn vốn; RF là giá mua lại

Mối quan hệ giữa lãi suất thị trường (r_u), lãi suất danh nghĩa (i), lãi suất hiện hành (r_{hh}), lãi suất đáo hạn (YTM) và trái phiếu (P), mệnh giá (M):

$$r_u = i = r_{hh} = YTM \Rightarrow P = M$$

$$r_u > i < r_{hh} < YTM \Rightarrow P < M$$

$$r_u < i > r_{hh} > YTM \Rightarrow P > M$$

Những kết luận trên phù hợp với bất kỳ trái phiếu Coupon nào

c) Đo lường sự biến động giá của trái phiếu

- **Thời gian đáo hạn bình quân (Duration)** là hệ số đo thời gian đáo hạn bình quân gia quyền của các dòng tiền của trái phiếu. Quyền số ở đây là giá trị hiện tại của mỗi dòng tiền tính theo tỷ lệ phần trăm trong giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền của trái phiếu hay nói cách khác đó chính là tỷ lệ phần trăm trong giá trái phiếu. Hệ số này lần đầu tiên được Fredrick Macaulay xây dựng vào năm 1938. Công thức tính:

$$\text{Hệ số Macaulay (D)} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{tC}{(1 + YTM)^t} + \frac{nM}{(1 + YTM)^n}}{P}$$

Mối quan hệ giữa hệ số Maculay Duration và tính biến động giá trái phiếu là:

$$\% \text{ Thay đổi giá} = - \frac{1}{1 + \text{YTM}} \times \text{Hệ số Macaulay} \times \% \text{ Thay lãi suất} \times 100$$

Thời gian đáo hạn bình quân điều chỉnh (MD- Modified duration) được tính bằng hệ số Macaulay Duration chia cho $1 + \text{YTM}$.

Do đó:

$$\% \text{ Thay đổi giá} = - \text{MD} \times \% \text{ Thay lãi suất} \times 100$$

Vì vậy, thời gian đáo hạn bình quân điều chỉnh (Modified duration) có thể được hiểu là thay đổi giá tính gần đúng theo tỷ lệ % khi lãi suất thay đổi 1%.

Nếu giả định: Modified Duration của một trái phiếu là 10, điều đó có nghĩa là nếu lãi suất thay đổi 1% thì giá trái phiếu sẽ thay đổi xấp xỉ 10% theo chiều ngược lại.

Để biết biến động giá của trái phiếu tính bằng tiền (chứ không phải bằng %), người ta sử dụng công thức tính Dollar Duration (mức thay đổi giá tính theo Dollar của trái phiếu khi lãi suất thay đổi 1 điểm cơ bản).

$$\text{Dollar Duration} = - \text{MD} \times \text{Giá}$$

- Độ lồi (Convexity).

3 thước đo trình bày ở trên chỉ đem lại số ước tính gần đúng của sự biến động giá khi có sự biến động của lãi suất. Khi độ biến động của lãi suất càng lớn, kết quả tính mức dao động của giá trái phiếu sẽ càng kém chính xác. Vì vậy, cần nghiên cứu độ lồi của các trái phiếu.

Độ lồi của trái phiếu là tỷ lệ biến động của lãi suất trái phiếu khi xảy ra biến động giá cả. Độ lồi được tính bằng cách lấy đạo hàm bậc hai của công thức tính giá trái phiếu có thu nhập cố định chia cho giá trái phiếu.

$$\text{Độ lồi} = \frac{1}{P} \sum_{t=1}^n \frac{t(t+1)C}{(1 + \text{YTM})^{t+2}} + \dots + \frac{n(n+1)C}{(1 + \text{YTM})^{n+2}}$$

Khi đó, tỷ lệ thay đổi giá ước tính bằng độ lồi sẽ là:

$$dP/P = 1/2 \text{ độ lồi} \times dy^2$$

Trong đó, dy là mức thay đổi của lãi suất.

$$\text{Độ lồi hàng năm} = \frac{\text{Độ lồi m kỳ hạn mỗi năm}}{m^2}$$

$$\% \text{ thay đổi giá} = (-MD \times \text{thay đổi lãi suất} \times 100) + (1/2 \text{ độ lồi} \times dy^2)$$

Để đơn giản trong việc tính độ lồi, người ta dùng công thức gần đúng độ lồi như sau:

$$\text{Độ lồi} = \frac{\begin{array}{l} \text{Giá khi lãi suất giảm} \times \text{bps} \\ + \text{Giá khi lãi suất tăng} \times \text{bps} \\ - 2 \times \text{Giá ban đầu} \end{array}}{2 \times \text{Giá ban đầu} \times \text{bps}^2}$$

Trong đó: bps là sự thay đổi lãi suất (x điểm cơ bản tính theo số thập phân).

Các thuộc tính của độ lồi:

- Khi lãi suất theo yêu cầu tăng (giảm), độ lồi của một trái phiếu giảm (tăng). Thuộc tính này được gọi là độ lồi dương.
- Khi lãi suất và thời gian đáo hạn là xác định, lãi suất Coupon càng thấp thì độ lồi càng lớn.
- Khi lãi suất và thời gian đáo hạn bình quân điều chỉnh là xác định, lãi suất Coupon càng thấp thì độ lồi càng nhỏ.

Khi lãi suất thị trường thay đổi, trái phiếu nào có độ lồi lớn vẫn có giá trị hơn trái phiếu có độ lồi nhỏ bởi vì khi lãi suất tăng, mức thiệt hại về vốn của trái phiếu có độ lồi lớn hơn sẽ nhỏ hơn đối với trái phiếu có độ lồi nhỏ; khi lãi suất giảm, lợi vốn của trái phiếu có độ lồi lớn sẽ lớn hơn mức lợi vốn của trái phiếu có độ lồi nhỏ.

9.3.3.3. Định giá và lựa chọn cổ phiếu

Định giá cổ phiếu cũng dựa trên những nguyên tắc cơ bản của việc định giá tài sản nói chung, bao gồm việc định giá doanh nghiệp phát hành ra

chính cổ phiếu đó. Các phương pháp định giá cổ phiếu có thể được xếp thành 3 nhóm chính sau đây:

- Nhóm phương pháp chiết khấu luồng cổ tức hoặc luồng tiền;
- Nhóm phương pháp dựa trên giá trị tài sản;
- Nhóm phương pháp dựa vào hệ số.

Ngoài ra còn có phương pháp kết hợp hoặc so sánh căn cứ vào các phương pháp cơ bản nói trên.

9.3.3.3.1. Định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu luồng cổ tức

Giả sử một cổ phiếu được nắm giữ đến năm thứ n , cổ tức chi trả từ năm 1 đến năm n lần lượt là $DIV_1, DIV_2, DIV_3, \dots, DIV_n$. Biết giá bán cổ phiếu vào năm thứ n là P_n và tỷ lệ lợi tức yêu cầu (lợi suất dự kiến) của nhà đầu tư là r không đổi, ta có công thức định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu luồng cổ tức như sau:

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

Trong đó: DIV_t : Mức chia cổ tức năm t

r : Tỷ lệ lợi tức yêu cầu (hay còn gọi là lãi suất chiết khấu hoặc chi phí vốn cổ phần)

Như vậy, theo phương pháp này, giá cổ phiếu chính là giá trị quy về hiện tại của toàn bộ các luồng thu nhập trong tương lai.

Nếu cổ phiếu được người đầu tư nắm giữ vô hạn, có nghĩa là n sẽ tiến

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

tới ∞ (thông thường, quãng đời của cổ phiếu là vô hạn vì nó không có thời gian đáo hạn). Khi đó, giá trị hiện tại của vốn gốc $P_n/(1+r)^n$ sẽ tiến tới 0 và công thức trên sẽ trở thành:

Xét các trường hợp đặc biệt:

- Trường hợp 1: Cổ tức của công ty không đổi

Khi đó: $DIV_1 = DIV_2 = DIV_3 = \dots = DIV_n = DIV$

Vì vậy:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r)^t} = \frac{DIV}{r} \left(1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right) = \frac{DIV}{r}$$

(Do $n \rightarrow \infty$)

- Trường hợp 2: Cổ tức tăng trưởng hàng năm theo một tỷ lệ g không đổi

Điều này có nghĩa là công ty phát hành trả cổ tức hàng năm theo một tỷ lệ tăng trưởng g cố định, $DIV_2 = DIV_1(1+g)$, $DIV_3 = DIV_1(1+g)^2$,...hay $DIV_t = DIV_1(1+g)^{t-1}$.

Với giả định $n \rightarrow \infty$, trong khi $r > g > 0$, giá cổ phiếu sẽ là:

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

Cần lưu ý rằng công thức này chỉ đúng khi tốc độ tăng trưởng g nhỏ hơn tỷ suất thu nhập dự tính (r). Trên thực tế người ta giả định rằng $g < r$ vì điều này hoàn toàn hợp lý.

- Trường hợp 3: Cổ tức của công ty tăng trưởng không đồng nhất

Đây là trường hợp thực tế nhất vì tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của công ty không thể chỉ là một chỉ tiêu cố định trong một thời gian dài, thông thường xảy ra trường hợp mức tăng trưởng cổ tức không đều trong một số năm, trước khi có thể đạt đến giai đoạn ổn định.

Để xác định giá của cổ phiếu, trước hết ta phải chia quá trình phát triển của công ty thành các giai đoạn phát triển khác nhau, chủ yếu là 2 giai đoạn. Giai đoạn thứ nhất là giai đoạn tăng trưởng không ổn định, trong giai đoạn này nhà đầu tư cần căn cứ vào ước tính về thu nhập và chính sách cổ tức của công ty để xác định cổ tức hàng năm. Giai đoạn thứ hai là giai đoạn phát triển lâu dài và giả định đó là giai đoạn có mức tăng trưởng không đổi. sau

đó áp dụng các công thức của trường hợp 1 và 2 ta sẽ tính được giá của cổ phiếu.

Ví dụ: Giả sử một cổ phiếu xyz, từ năm thứ 1 đến năm n mức tăng trưởng cổ tức là không có định với các giá trị ước đoán lần lượt là: $DIV_1, DIV_2, \dots, DIV_n$. Từ năm n+1 trở đi mức tăng trưởng cổ tức là g cố định.

Khi đó, giá của cổ phiếu sẽ là:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{\frac{D_{n+1}}{r-g}}{(1+r)^n}$$

Để có thể dự tính một cách chính xác các thông số để đưa vào công thức tính toán trong định giá cổ phiếu, nhà đầu tư phải tiến hành phân tích chính xác tình hình tài chính của tổ chức phát hành để có thể dự báo triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Nguyên tắc chung được áp dụng như sau:

a. Tính DIV_1 : Việc ước tính cổ tức năm đầu (DIV_1) được dựa trên số liệu về cổ tức trong quá khứ, chính sách phân chia cổ tức trong tương lai, ước tính thu nhập năm sau của công ty để từ đó ước tính ra giá trị cổ tức có thể nhận được trong năm đầu tiên (DIV_1)

Cổ tức = DIV = Tỷ lệ chia cổ tức x EPS.

Trong đó, thu nhập trên mỗi cổ phiếu (Earning Per Share - EPS) được tính bằng cách lấy lợi nhuận ròng trừ đi cổ tức ưu đãi và chia cho số lượng cổ phiếu đã phát hành.

b. Tính g: Việc ước tính tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của công ty phải dựa trên đánh giá tiềm năng phát triển của công ty trong dài hạn chứ không chỉ đơn thuần trong một số năm tới, vì tốc độ tăng trưởng được giả định là mức tăng trưởng đều đặn của công ty trong suốt quãng đời hoạt động. Do vậy, các số liệu để tính toán g phải là mức dự đoán bình quân trong dài hạn.

Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức được xác định dựa trên tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận và tỷ lệ lợi nhuận dùng để chi trả cổ tức. Trong thực tế, tốc độ tăng trưởng cổ tức được giả định là bằng với tốc độ tăng trưởng thu nhập và được tính theo công thức như sau:

$$g = ROE.b$$

Trong đó:

b là % lợi nhuận được để lại tái đầu tư (= 1- Tỷ lệ chia cổ tức = 1 - DIV_1/EPS_1)

ROE = Thu nhập ròng/Vốn cổ đông = Thu nhập trên một cổ phiếu (EPS)/Giá trị sổ sách của 1 cổ phiếu.

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn cổ phần}} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng doanh thu}} \times \frac{\text{Tổng doanh thu}}{\text{Tổng tài sản}} \times \frac{\text{Tổng tài sản}}{\text{Vốn cổ phần}}$$

c. *Tính r*: Ước tính tỷ suất lợi nhuận đầu tư - hay còn gọi tỷ lệ chiết khấu cần dựa trên mức độ rủi ro của công ty phát hành. Rõ ràng là nếu công ty có độ rủi ro càng cao thì nhà đầu tư sẽ đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận cao để bù đắp rủi ro. Để xác định r người ta có thể dùng một số công thức khác nhau tùy thuộc vào cơ cấu vốn của công ty phát hành. Tuy nhiên, công thức phổ biến nhất là áp dụng theo mô hình CAPM.

$$R = r_f \times \beta(r_m - r_f)$$

Trong đó:

r_f : là lãi suất tín phiếu phi rủi ro

r_m : là lợi suất danh mục thị trường

β : là mức độ rủi ro của công ty.

Theo lý thuyết, công ty tính r như trên chỉ áp dụng trong trường hợp công ty chỉ phát hành cổ phiếu. Nếu công ty phát hành cả cổ phiếu lẫn trái phiếu thì r cần được xác định theo phương pháp chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) như sau:

$$r_a = r_e \times \frac{E}{D+E} + r_d \times \frac{D}{D+E} (1-t)$$

Trong đó:

r_a : là lợi suất thu nhập ước tính trên tài sản của công ty = Thu nhập hoạt động ước tính / Giá trị thị trường của tất cả các loại chứng khoán của công ty.

r_e : hay r ở công thức trên đây là lãi suất gọi vốn cổ phần hay còn gọi là tỷ suất vốn hoá thị trường (lợi suất yêu cầu của người đầu tư khi mua cổ phiếu) và r_d là lãi suất vay nợ.

E và D là khối lượng vốn cổ phần và vốn vay tương ứng

t là thuế suất

Do đó, từ công thức trên có thể suy ra công thức tính lợi suất yêu cầu (lãi suất chiết khấu) đối với cổ phiếu như sau:

$$r_e = r_a (D/E) [r_a - r_d(1-t)]$$

Công thức trên cho thấy: khi công ty chỉ phát hành cổ phiếu thì $r_a = r_e$. Khi công ty vay thêm vốn thì rủi ro cho cổ đông tăng thêm và nếu vay vốn càng nhiều (tỷ lệ D/E càng lớn) thì độ rủi ro cho cổ đông càng lớn, vì vậy cổ đông yêu cầu lợi suất đầu tư (r_e) phải càng cao.

Tuy nhiên, cần lưu ý là đối với trường hợp công ty phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng, thì chưa thể áp dụng các công thức trên để ước tính r vì chưa có căn cứ về mức độ rủi ro của công ty. Vì thế, trong trường hợp này để có thể xác định được tỷ suất thu nhập dự tính này, người đầu tư cần phải căn cứ vào tỷ suất thu nhập dự tính của các cổ phiếu có cùng mức rủi ro với cổ phiếu cần định giá. Trong một số trường hợp, để thuận tiện trong cách tính toán người ta có thể lấy khung lãi suất chung hiện hành trên thị trường để xác định tỷ suất thu nhập r .

9.3.3.3.2. Định giá cổ phiếu theo luồng tiền (DCF)

Phương pháp định giá theo DCF dựa trên nguyên tắc cơ bản nhất là ước tính giá trị tất cả các luồng thu nhập tự do mà tổ chức phát hành sẽ thu được trong tương lai và quy chúng về giá trị hiện tại bằng cách chiết khấu các luồng thu nhập này theo một mức lãi suất chiết khấu thích hợp.

Xét trên phạm vi toàn công ty, luồng tiền không được giữ lại để đầu tư gọi là luồng tiền tự do sử dụng:

Luồng tiền tự do sử dụng = Doanh thu - Chi phí - Đầu tư

Tổ chức phát hành có thể sử dụng nguồn thu nhập của mình theo nhiều cách khác nhau, tùy thuộc vào chiến lược và đặc điểm của từng công ty. Một là, có thể dùng toàn bộ số tiền đó để chia cổ tức. Hai là, giữ lại một phần để đầu tư, phần còn lại để chia cổ tức hoặc có thể nguồn thu nhập đó được đưa toàn bộ vào đầu tư, đồng thời còn phải vay thêm vốn để đầu tư. Số tiền thu nhập còn lại sau khi giữ lại một phần để tái đầu tư vào kinh doanh chính là để trả cổ tức. Do đó, cổ tức chính là luồng tiền tự do tính trên một cổ phiếu. Trường hợp một năm nào đó chưa có thu nhập hoặc có thu nhập nhưng ít hơn lượng tiền đưa vào đầu tư thì luồng tiền tự do năm đó bằng âm, và do đó công thức tính giá cổ phiếu được viết lại như sau;

$$PV(D_t) = \sum \frac{\text{Luồng tiền tự do trên một cổ phiếu}}{(1+r)^t}$$

Do nhà đầu tư không thể xác định một cách cụ thể và chính xác giá trị của từng luồng thu nhập cho đến vô hạn, vì vậy, để cho đơn giản cần phải ước tính các khoản doanh thu, chi phí và luồng tiền tự do sử dụng của doanh nghiệp dựa vào kế hoạch sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong một số năm cụ thể (thường là 5 năm). Việc dự đoán các yếu tố trên không những chỉ phụ thuộc vào đặc điểm của công ty, mà còn phụ thuộc vào tình hình của ngành sản xuất kinh doanh, môi trường kinh doanh, khuôn khổ pháp lý và cần lưu ý đến chế độ kế toán.

Trong trường hợp công ty có vốn nợ thì phải lấy giá trị luồng thu nhập của công ty trừ đi giá trị luồng thu nhập vốn nợ rồi mới chia cho số lượng cổ phiếu để tính giá trị mỗi cổ phiếu.

9.3.3.3. Phương pháp định giá theo hệ số giá trên thu nhập (P/E)

Hệ số giá trên thu nhập được tính bằng cách chia giá cổ phiếu cho thu nhập (ký hiệu là P/E). Đối với một thị trường chứng khoán phát triển thì hệ số P/E rất có ích cho việc định giá cổ phiếu. Hệ số này cho nhà đầu tư biết họ phải trả giá bao nhiêu cho mỗi đồng thu nhập của một cổ phiếu và bằng

cách nghịch đảo của tỷ số P/E, nhà đầu tư có thể xác định được tỷ suất tương đối trên khoản đầu tư của họ.

Giá cổ phiếu sẽ bằng hệ số P/E hợp lý nhân với thu nhập của cổ phiếu. Theo phương pháp định giá này, về mặt lý thuyết chúng ta có thể áp dụng một trong các cách sau đây:

a. Lấy chỉ số P/E bình quân toàn ngành mà công ty đó tham gia hoặc lựa chọn một công ty có cổ phiếu được giao dịch rộng rãi có cùng tỷ lệ lợi nhuận, độ rủi ro và mức tăng trưởng tương tự như cổ phiếu mà nhà đầu cần định giá. Khi đó, giá của cổ phiếu bằng thu nhập của công ty cần định giá nhân với hệ số P/E bình quân của ngành hoặc hệ số P/E của công ty được lựa chọn.

b. Xác định hệ số P/E nội tại của chính công ty đó. Giá cổ phiếu được xác định bằng cách nhân hệ số P/E thông thường với thu nhập của công ty (EPS).

Đối với công ty có tốc độ tăng trưởng đều đặn, hệ số P/E "hợp lý" được tính toán dựa trên công thức tương tự như công thức tính giá cổ phiếu nêu trên:

$$\text{Ta có } P_0 = \text{DIV}_1 / (r-g)$$

$$\text{Hay } P_0 = \text{DIV}_0 (1+g) / (r-g)$$

$$\text{Từ đó } P_0/E_0 = (\text{DIV}_0/E_0)(1+g)/(r-g) = \text{Tỷ lệ chia cổ tức năm đó} \times (1+g)/(r-g)$$

$$\text{Hay } P/E = (1-b) \times (1+g) / (r-g) \text{ (Trong đó } b \text{ là tỷ lệ chia cổ tức cố định)}$$

Tuy vậy, thực tế khi tiến hành đánh giá cổ phiếu thì việc lựa chọn hệ số P/E cụ thể không đơn giản như hai phương pháp trên mà còn phải căn cứ vào xu hướng phát triển của toàn ngành và của từng công ty cụ thể. Do vậy, nhà đầu tư có thể kết hợp cả hai cách trên đây để xác định giá trị cổ phiếu công ty.

Điểm hạn chế của việc sử dụng hệ số P/E là nó được tính dựa vào lợi nhuận của năm trước do đó để khắc phục người ta sử dụng hệ số P/E tương

lai. Tuy nhiên, việc dự đoán lợi nhuận của năm tới sẽ không hoàn toàn chính xác, vì vậy, hệ số này chỉ được dùng để đo mức giá tương đối của cổ phiếu.

9.3.3.3.4. Định giá dựa trên các hệ số tài chính

Như trong phần phân tích báo cáo tài chính, các báo cáo tài chính của một công ty có thể được coi là công cụ phân tích hữu hiệu.

Mục đích cuối cùng của việc phân tích các báo cáo tài chính là nhằm xác định giá trị của các chứng khoán của công ty (trong đó gồm cổ phiếu và trái phiếu). Công việc đầu tiên là phải xác định được giá trị các khoản thu nhập của công ty. Việc tiếp theo là xác định các khoản thu nhập đó sẽ được phân bổ như thế nào cho những người nắm giữ cổ phiếu cũng như trái phiếu của công ty, với những mức độ xác suất nhất định.

Phương pháp định giá cổ phiếu thông qua phân tích báo cáo tài chính có thể giúp ta hiểu được tình hình hiện tại của công ty, dự đoán xu hướng phát triển và tìm ra những nhân tố gây ảnh hưởng. Phương pháp phân tích này giúp cho nhà đầu tư có thể nhận biết chính xác hơn những công ty có khả năng bị phá sản, mức độ rủi ro của công ty và mức độ nhạy cảm của công ty đối với các nhân tố chính trên thị trường.

9.3.3.3.5. Phương pháp định giá dựa trên tài sản ròng và các phương pháp kết hợp

a. Định giá theo giá trị tài sản ròng.

Để định giá theo giá trị tài sản ròng, trước hết nhà đầu tư phải tính giá trị tài sản có thực theo giá thị trường, sau đó trừ đi tổng số nợ của công ty, phần còn lại chính là giá trị tài sản ròng hay giá trị vốn chủ sở hữu.

Phương pháp định giá tài sản ròng chủ yếu được sử dụng để kiểm tra chéo các phương pháp khác, nếu như có một sự khác biệt đáng kể giữa kết quả định giá cổ phiếu theo giá trị tài sản ròng của một công ty và kết quả định giá theo phương pháp dựa trên lợi nhuận thì lý do của sự khác biệt đó phải được kiểm tra và đối chiếu để tìm ra nguyên nhân gây ra sự khác nhau đó. Phương pháp định giá cổ phiếu theo giá trị tài sản ròng có thể coi như một phương pháp định giá cơ bản trong một số tình huống đặc biệt.

Giá trị tài sản ròng có thể xác định theo 2 cách

Cách 1: Căn cứ vào giá thị trường.

Căn cứ vào thị trường, giá trị tài sản ròng chính là giá bán tất cả các bộ phận cấu thành tài sản của doanh nghiệp trên thị trường (bao gồm đất đai, tài sản cố định, hàng hoá...) vào thời điểm định giá doanh nghiệp, tất nhiên là sau khi đã trừ đi các khoản nợ của doanh nghiệp. Giá thị trường chỉ xác định cho từng tài sản riêng biệt và công thức dùng để xác định giá trị tài sản ròng theo phương pháp như sau:

$$NAV = \sum_{i=1}^n P_i$$

Trong đó NAV là tổng giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp tính theo giá thị trường ở thời điểm định giá P_i là giá thị trường hiện hành của tài sản i , n là tổng số các loại tài sản.

Cách 2: Căn cứ vào giá trị sổ sách

Giá trị tài sản ròng = Tổng giá trị tài sản có - Các khoản nợ.

b. Phương pháp xác định giá cổ phiếu kết hợp .

Phương pháp 1:

$$\text{Giá cổ phiếu} = \frac{\text{Giá trị tài sản ròng} + \text{Giá trị lợi thế}}{\text{Tổng số cổ phiếu định phát hành}}$$

Trong đó: Giá trị lợi thế là các yếu tố phi vật chất được cấu thành từ tài sản vô hình của doanh nghiệp và mang lại lợi nhuận cho các doanh nghiệp. Giá trị lợi thế của doanh nghiệp có thể là do: uy tín của doanh nghiệp; vị trí địa lý thuận lợi trong sản xuất và tiêu thụ; lợi thế công nghệ; vị thế độc quyền; các đặc quyền

Giá trị lợi thế doanh nghiệp được tính căn cứ vào tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch bình quân của n năm kề liền với thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp theo công thức :

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận bình quân giá cổ phiếu} = \frac{\text{Tổng số lợi nhuận thực hiện của } n \text{ năm liền kề}}{\text{Tổng vốn kinh doanh của doanh nghiệp } n \text{ năm liền kề}}$$

Và khi đó, Tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch = Tỷ suất lợi nhuận bình quân n năm của doanh nghiệp - Tỷ suất lợi nhuận bình quân chung n năm của doanh nghiệp cùng ngành nghề .

Giá trị lợi thế = Vốn sản xuất kinh doanh của công ty theo sổ kế toán bình quân của n năm liền kề x tỷ suất lợi nhuận siêu ngạch.

Phương pháp 2

$$\text{Giá cổ phiếu } (P_{02}) = \frac{\text{Giá trị tài sản ròng} + \text{Giá trị khả năng sinh lời}}{2 \times \text{Tổng số cổ phần định phát hành}}$$

Trong đó :

+ Giá trị tài sản ròng xác định như phần trên

$$+ \text{Giá trị khả năng sinh lời} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng hàng năm dự tính thu được của công ty}}{\text{Hệ số sinh lời}}$$

Phương pháp này thực chất là sự kết hợp giữa hai phương pháp đánh giá dựa trên giá trị tài sản ròng và dựa trên thu nhập.

Hệ số sinh lời là tỷ lệ quy đổi các khoản lợi nhuận trong tương lai về giá trị hiện tại ,hay còn gọi là lãi suất chiết khấu,được xác định như trong mô hình chiết khấu luồng tiền (DCF).

Phương pháp 3

$$\text{Giá cổ phiếu } (P_0) = \frac{P_{02} + \text{Giá trị tương đối}}{2}$$

Trong đó : P_{02} là giá trị cổ phiếu theo phương pháp 2

Thực chất phương pháp 3 là sự kết hợp giữa phương pháp 2 với phương pháp định giá theo giá trị tương đối, giá trị tương đối được tính trên cơ sở so sánh với các công ty cùng lĩnh vực kinh doanh dựa trên các thông số tài chính cơ bản: Giá cổ phiếu bình quân của nhóm công ty khác cùng quy mô và lĩnh vực hoạt động (P_1); Lợi nhuận ròng của tổ chức phát hành (LN_1); Giá

trị tài sản ròng của công ty phát hành (NAV_0) và tài sản ròng bình quân của công ty được so sánh (NAV_1). Khi đó, giá trị tương đối (GTTĐ) được xác định như sau:

$$GTTĐ = \frac{P_1 \times (Ln_0/Ln_1 + NAV_0/NAV_1)}{2}$$

Kết luận: các phương pháp định giá cổ phiếu đều dựa trên một nguyên tắc chung là ước đoán giá trị cổ phiếu dựa trên các thông số đầu vào ước đoán. Do đó, có thể nhiều người cùng sử dụng một phương pháp nhưng kết quả lại khác nhau. Vì vậy, giá trị nội tại - giá trị thực của cổ phiếu xác định được chỉ mang tính chất tương đối và dùng để tham khảo. Tuy vậy, phân tích cơ sở có tính quyết định đối với sự hình thành giá cổ phiếu. Do đó, phân tích cơ bản luôn là phương pháp không thể thiếu trong quá trình đầu tư và có tác động rất lớn tới các quyết định đầu tư.

9.3.3.4. Phân tích kỹ thuật

Phân tích kỹ thuật là quá trình nghiên cứu xu hướng lên xuống của thị trường chứng khoán và khuynh hướng lên xuống giá của một loại chứng khoán nhất định để xem xét thời điểm thích hợp cho việc mua bán chứng khoán.

9.3.3.4.1. Cơ sở lý thuyết của phân tích kỹ thuật

Các nhà phân tích kỹ thuật thường tuân theo một số lý thuyết nhất định để giải thích các xu hướng biến động của thị trường.

Lý thuyết DOW

Lý thuyết DOW do Charter H.Dow thể hiện qua các bài viết phân tích thị trường chứng khoán của ông và sau đó William P.Hamilton đã kế thừa và tổng luận thành lý thuyết. Lý thuyết này cho rằng giá chứng khoán do quan hệ cung cầu trên thị trường quyết định và chỉ ra sự biến động giá chứng khoán có 3 xu thế cơ bản:

Xu thế cấp 1: Xu hướng biến động chính (kéo dài từ 01 năm đến nhiều năm). Xu hướng tăng giá được gọi là thị trường con bò tốt, khối lượng giao dịch tăng lên khi giá tăng và giảm khi giá giảm (cứ sau mỗi đợt tăng giá bao giờ cũng có đợt đảo chiều ngắn hạn trước khi có một giai đoạn tăng giá tiếp

theo). Xu hướng giảm giá được gọi là thị trường con gấu, khối lượng giao dịch tăng lên khi giá giảm và giao dịch bị ngưng trệ khi giá hồi phục.

Xu thế cấp 2: Trên diễn biến của xu thế cấp 1 có các điểm ngắt quãng đó là xu thế cấp 2. Xu thế này có thể đi ngược chiều với xu thế cấp 1, nhưng nó là sự điều chỉnh của xu thế cấp 1. Xu thế này thường kéo dài từ 3 đến 12 tuần.

Xu thế cấp 3: Xu hướng biến động ngắn hạn (khoảng từ vài giờ đến vài ngày)

Lý thuyết Dow thường được dùng để xác định thời điểm kết thúc một xu hướng biến động cổ phiếu. Theo lý thuyết Dow, xu hướng biến động chính của thị trường tăng giá là xuất hiện hàng loạt các điểm đỉnh và các điểm đáy cao hơn. Trong thị trường giá giảm, xu hướng biến động chính là những điểm đỉnh và những điểm đáy thấp hơn. Những biến động hàng ngày được coi là không đáng kể.

Lý thuyết lô lẹ. Giao dịch lô lẹ thường được thực hiện bởi những nhà đầu tư nhỏ. Những người theo lý thuyết lô lẹ hành động trên cơ sở tin rằng những đầu tư nhỏ luôn luôn mua bán không đúng thời điểm, hành động đúng là hành động ngược lại xu thế giao dịch lô lẹ. Khi các nhà giao dịch lô lẹ đang mua vào, những người theo lý thuyết đầu cơ giá xuống (bán ra). Và khi các nhà giao dịch lô lẹ đang bán ra, họ sẽ đầu cơ giá lên (mua vào).

Lý thuyết về tổng số hợp đồng bán khống: Hợp đồng bán khống ám chỉ số lượng cổ phiếu bán khống và chưa mua được lại. Vì vị thế khống sẽ phải được trang trải bằng việc mua vào cổ phiếu, do vậy một số nhà phân tích tin rằng vị thế khống sẽ tạo lên một áp lực làm giá chứng khoán tăng lên. Tổng số hợp đồng bán khống cao là dấu hiệu thị trường tăng giá và tổng số hợp đồng bán khống thấp báo hiệu thị trường giảm giá. Một thực tế là số lượng hợp đồng bán khống luôn ở mức tương đối thấp làm giảm niềm tin của các nhà đầu tư vào những dự báo mà lý thuyết đưa ra.

Lý thuyết chỉ số tin cậy

Chỉ số tin cậy Barron là tỉ lệ so sánh về lợi suất giữa các trái phiếu thứ hạng cao và các trái phiếu thứ hạng thấp. Nếu chỉ số tin cậy tăng, các nhà đầu tư sẵn sàng chấp thuận rủi ro và đầu tư vào những trái phiếu có thứ hạng

định mức tín nhiệm thấp hơn nhưng có lãi suất cao hơn. Giá cả trái phiếu thứ hạng thấp sẽ tăng lên khi có nhiều người mua. Kết quả là lợi suất của trái phiếu này sẽ giảm. Điều này làm thu hẹp sự chênh lệch giữa trái phiếu có thứ hạng cao và trái phiếu có thứ hạng thấp.

Tóm lại, các lý thuyết đưa ra các giả định hỗ trợ cho các nhà phân tích kỹ thuật trong dự đoán xu thế biến động của thị trường như sau:

1. Thị giá của bất cứ hàng hoá hay dịch vụ nào đều hoàn toàn được xác định bởi mối quan hệ cung cầu.
2. Cung và cầu được quyết định bởi một số nhân tố, cả logic và phi logic. Những nhân tố này ngoài các biến số kinh tế trong phân tích cơ bản còn bao hàm các yếu tố khác như tâm lý và dự đoán của nhà đầu tư. Thị trường chứng khoán sẽ phản ánh các nhân tố này một cách đầy đủ và liên tục.
3. Ngoại trừ một số dao động nhỏ trong ngắn hạn, giá cả các chứng khoán và thị trường nói chung đều có sự biến động theo các xu thế, các xu thế này diễn ra trong các khoảng thời gian nhất định.
4. Các nguyên nhân gây ra các xu thế trội trong giao dịch chứng khoán sẽ được phát hiện nhờ vào phản ứng của thị trường.

Tuy nhiên, các giả định trên đang đặt ra nhiều vấn đề bàn cãi, các nhà phân tích cơ bản và những nhà đầu tư theo trường phái lý thuyết thị trường hiệu quả không đồng ý với các giả định trên.

9.3.3.4.2. Vai trò, vị trí của phân tích kỹ thuật trong phân tích đầu tư chứng khoán

Mặc dù phải đối mặt với nhiều thách thức đối với cơ sở khoa học của phương pháp, song phương pháp phân tích kỹ thuật cũng có nhiều lợi thế so với phương pháp phân tích cơ bản như:

- Phương pháp phân tích kỹ thuật không quá phụ thuộc vào các báo cáo tài chính. Trong khi đó các báo cáo tài chính có thể không chứa đựng đầy đủ các thông tin cho việc phân tích.

- Không mất công sức trong việc xử lý thông tin từ các báo cáo tài chính như các nhà phân tích kỹ thuật, các nhà phân tích kỹ thuật chỉ cần nhận biết được xu thế của thị trường để ra các quyết định đầu tư.

Vì vậy, hiện nay phương pháp phân tích kỹ thuật vẫn được sử dụng phổ biến và có vai trò quan trọng trong phân tích đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên, để nâng cao hiệu quả trong quá trình đầu tư đòi hỏi các nhà đầu tư phải có sự kết hợp chặt chẽ hai phương pháp phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật.

9.3.4. Phân tích và quản lý danh mục đầu tư

9.3.4.1. Lý thuyết đa dạng hoá

Quá trình phân tán và tối thiểu hoá rủi ro là một hình thức đa dạng hoá. Theo đó, nhà đầu tư nên đầu tư vào nhiều loại chứng khoán khác nhau để tạo thành một danh mục đầu tư sao cho tổng mức rủi ro trên toàn bộ danh mục sẽ được giới hạn ở mức nhỏ nhất. Điều này có nghĩa là "không nên bỏ trứng vào một giỏ".

Ở phần trước khi nghiên cứu về doanh lợi và rủi ro, chúng ta đã chỉ ra rằng mỗi một chứng khoán đều tiềm ẩn hai loại rủi ro: rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống. Rủi ro hệ thống là rủi ro do thị trường gây ra và ảnh hưởng đến tất cả các chứng khoán trên thị trường. Do vậy, rủi ro hệ thống là rủi ro không thể tránh được bằng hình thức đa dạng hoá. Ngược lại, rủi ro không hệ thống của một chứng khoán có nguyên nhân từ chính tổ chức phát hành do đó có thể hạn chế được bằng biện pháp đa dạng hoá đầu tư. Điều này là do nguyên lý khi hai hoặc nhiều chứng khoán tham gia tạo thành một danh mục đầu tư thì mỗi cặp hai chứng khoán sẽ có những tương tác với nhau tạo ra một kết quả chung cho cả danh mục. Tức là, mức độ rủi ro cao hay thấp của danh mục sẽ phụ thuộc vào mối quan hệ tương tác giữa các chứng khoán đưa vào danh mục với các chứng khoán khác. Nếu danh mục càng đa dạng thì khả năng giảm thiểu rủi ro không hệ thống càng lớn.

Cũng như đối với các chứng khoán riêng lẻ, rủi ro tổng thể của danh mục đầu tư được định lượng bằng độ lệch chuẩn (σ) của danh mục đầu tư. Tuy nhiên, trong danh mục đầu tư, các chứng khoán khác nhau có thể triệt tiêu rủi ro không hệ thống lẫn nhau chỉ còn lại phần rủi ro hệ thống. Vì vậy,

rủi ro có hệ thống là một trong những yếu tố quyết định mức doanh lợi dự kiến của một tài sản, vì thế chúng ta cần biết cách đo mức độ rủi ro có hệ thống cho các khoản đầu tư khác nhau. Thước đo mà chúng ta sẽ sử dụng hệ số beta (β). Đây là lí do giải thích tại sao khi phân tích rủi ro của từng cổ phiếu riêng lẻ để đưa vào danh mục đầu tư, nhà đầu tư phải quan tâm nhiều đến phân rủi ro hệ thống (β) hơn là rủi ro tổng thể của danh mục (σ).

Hệ số β cho ta biết mức rủi ro có hệ thống của một tài sản cụ thể so với mức rủi ro có hệ thống bình quân của một tài sản là bao nhiêu. Theo định nghĩa này, một tài sản nào đó có $\beta = 0,5$ thì có nghĩa là: mức rủi ro có hệ thống của tài sản này bằng một nửa so với mức rủi ro bình quân cho một tài sản, nếu một tài sản có $\beta = 1,5$ thì có nghĩa là: mức rủi ro có hệ thống của tài sản này bằng 1,5 lần so với mức rủi ro bình quân cho một tài sản.v.v...

Cách xác định rủi ro hệ thống của từng chứng khoán được trình bày trong mô hình CAPM.

9.3.4.2. Lý thuyết thị trường hiệu quả

Năm 1953, lần đầu tiên Maurice Kendall đã sử dụng máy tính trong phân tích các giao dịch cổ phiếu và đưa ra kết luận giá cổ phiếu thay đổi ngẫu nhiên, không có quy luật và không thể dự đoán được. Kết luận này đặt nền móng cho lý thuyết thị trường có hiệu quả.

Theo học thuyết này, thị trường có hiệu quả bao gồm 3 chỉ tiêu: phân phối hiệu quả; hoạt động hiệu quả; thông tin hiệu quả.

Nội dung chính của lý thuyết cho rằng thị trường hiệu quả là thị trường trong đó giá cả của chứng khoán đã phản ánh đầy đủ, tức thời tất cả các thông tin hiện có trên thị trường. Điều này có nghĩa là giá cả được xác định ở mức công bằng và phản ánh đầy đủ thông tin hiện có trên thị trường. Giá chứng khoán thay đổi một cách ngẫu nhiên do ảnh hưởng của những thông tin không thể dự đoán được.

Có 3 hình thái của thị trường có hiệu quả, đó là hình thái yếu, hình thái trung bình và hình thái mạnh.

- **Hình thái yếu của thị trường.** Trong hình thái này giá cả của chứng khoán đã phản ánh đầy đủ và kịp thời những thông tin trong quá khứ về giao

dịch của thị trường như giá cả giao dịch, khối lượng, động thái... Khi hình thái yếu của thị trường tồn tại thì các nhà phân tích kỹ thuật sẽ bị vô hiệu hoá.

- **Hình thái trung bình.** Trong hình thái này giá cả của chứng khoán đã phản ánh tất cả những thông tin liên quan đến công ty đã được công bố công khai bên cạnh các thông tin trong quá khứ. Khi hình thái trung bình tồn tại thì không có hình thức phân tích nào kể cả phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật có thể đem lại lợi nhuận siêu ngạch cho nhà đầu tư nếu việc phân tích chỉ dựa vào những thông tin trên thị trường.

- **Hình thái mạnh.** Trong hình thái này giá cả của chứng khoán phản ánh tất cả những thông tin cần thiết có liên quan đến tổ chức phát hành thậm chí đó là những thông tin nội gián, thông tin mật. Điều này có nghĩa là thị trường sẽ phản ánh hết sức nhanh trước những thông tin. Và vì vậy, trong hình thái này không thể thực hiện bất cứ một phương pháp phân tích nào.

9.3.4.3. Quản lý danh mục đầu tư

Thông thường có hai phương pháp trong quản lý danh mục đầu tư trái phiếu và danh mục đầu tư cổ phiếu, đó là: quản lý thụ động và quản lý chủ động.

Quản lý danh mục trái phiếu thụ động là chiến lược mua và nắm giữ trái phiếu cho đến ngày đáo hạn mà không cần chú trọng đến phân tích ảnh hưởng của biến động lãi suất trên thị trường. Theo phương pháp này, nhà đầu tư tốt nhất là đầu tư vào các danh mục có thành phần trái phiếu tương tự như các chỉ số trên thị trường nhằm thu được kết quả tương tự như chỉ số đó.

Quản lý danh mục trái phiếu chủ động là chiến lược mua và nắm giữ trái phiếu trên cơ sở phân tích thị trường để xây dựng các danh mục đầu tư trái phiếu mang lại mức sinh lời cao hơn mức sinh lời chung của thị trường. Do vậy, các yếu tố mà nhà đầu tư phải theo dõi và ước đoán các ảnh hưởng đến danh mục đầu tư là: Sự thay đổi của lãi suất; Sự thay đổi cơ cấu kỳ hạn của lãi suất; Sự thay đổi mức chênh lệch lãi suất giữa các loại trái phiếu khác nhau.

Quản lý danh mục cổ phiếu thụ động là chiến lược mua, bán cổ phiếu theo một chỉ số chuẩn nào đó. Mục đích của chiến lược này không không

phải để tạo ra danh mục vượt trội so với chỉ số chuẩn trên thị trường mà tạo ra danh mục cổ phiếu có số lượng và chủng loại gần giống với chỉ số chuẩn (chỉ số mục tiêu) để nhằm đạt được mức sinh lời dự kiến tương đương với mức sinh lời chuẩn.

Quản lý danh mục cổ phiếu chủ động là chiến lược mua bán cổ phiếu nhằm thu được mức sinh lời dự kiến đầu tư cao hơn mức sinh lời của danh mục thụ động chuẩn hoặc thu được mức lợi nhuận trên mức trung bình ứng với một mức rủi ro nhất định.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Sự cần thiết phải phân tích chứng khoán trong đầu tư chứng khoán? Liên hệ thực tiễn TTCK Việt Nam hiện nay?
2. Trình bày tóm tắt về mức sinh lời và rủi ro trong đầu tư chứng khoán? Mối quan hệ giữa mức sinh lời và rủi ro?
3. Các loại rủi ro trong đầu tư chứng khoán? Khả năng giảm thiểu và loại trừ.
4. Mục tiêu và quy trình trong phân tích chứng khoán?
5. Vai trò của phân tích vĩ mô và TTCK và phân tích ngành trong phân tích đầu tư chứng khoán. Liên hệ thực tiễn Việt Nam.
6. Nội dung định giá và lựa chọn cổ phiếu? Nếu là các nhà đầu tư, Anh (Chị) sẽ áp dụng phương pháp nào? Tại sao?
7. Nội dung phương pháp định giá trái phiếu? Các mối quan hệ trong định giá trái phiếu.
8. Cơ sở khoa học và vị trí của phương pháp phân tích kỹ thuật? Mối quan hệ giữa phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật?