

PHÂN TÍCH VÀ ĐỊNH GIÁ CHỨNG KHOÁN

MỤC TIÊU

Bài này trình bày cách vận dụng mô hình phân tích đã chỉ ra ở bài 1 và mô hình DCF được giới thiệu trong bài 8 để phân tích và quyết định đầu tư tài chính. Học xong bài này học viên có thể:

- Hiểu và biết cách định giá các loại tài sản tài chính bao gồm tín phiếu, trái phiếu và cổ phiếu.
- Ra quyết định đầu tư, tức là ra quyết định nên mua hay bán tài sản tài chính nhằm mục tiêu sinh lợi hoặc thanh khoản.

ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN PHI RỦI RO HAY ĐẦU TƯ TÍN PHIẾU KHO BẠC

Đầu tư chứng khoán phi rủi ro, như tên gọi của nó, là hoạt động đầu tư vào những loại chứng khoán hay tài sản tài chính nào không có rủi ro cho nhà đầu tư. Dĩ nhiên, xét về quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro, hoạt động đầu tư như vậy đem lại lợi nhuận ở mức thấp nhất vì rủi ro ở đây thấp nhất. Giả sử bạn được tuyển dụng vào phụ trách đầu tư chứng khoán phi rủi ro. Bạn phải làm những công việc và cần có kỹ năng gì?

Cơ hội đầu tư

Điều đầu tiên bạn cần làm với tư cách là nhân viên phụ trách đầu tư chứng khoán phi rủi ro là tìm kiếm cơ hội đầu tư. Cơ hội đầu tư có rất nhiều, thế nhưng cơ hội đầu tư nào được xem là phi rủi ro? Để trả lời câu hỏi này, bạn cần hiểu rõ ý nghĩa của khái niệm “phi rủi ro”. Khái niệm phi rủi ro (risk-free) cần được hiểu theo nghĩa tuyệt đối bao gồm: không có rủi ro trả nợ, không có rủi ro lãi suất và không có rủi ro ngoại hối.

- Không có rủi ro trả nợ tức là nhà phát hành loại chứng khoán này để huy động vốn chắc chắn sẽ hoàn trả lại nợ cho nhà đầu tư khi đến hạn. Trên ý nghĩa này, chỉ có chính phủ hay kho bạc mới có thể được xem là phi rủi ro trả nợ khi phát hành tín phiếu và trái phiếu kho bạc bằng VND. Tại sao? Vì chính phủ có “máy in tiền” và chỉ in được VND chứ không in được đồng tiền khác. Do đó, nếu chính phủ phát hành trái phiếu bằng USD thì trái phiếu ấy không phải là phi rủi ro trả nợ.
- Không có rủi ro lãi suất tức là giá trị của chứng khoán không chịu ảnh hưởng bởi sự biến động của lãi suất trên thị trường. Theo ý nghĩa này, chỉ có tín phiếu mới được xem là phi rủi ro lãi suất vì thời hạn của tín phiếu tương đối ngắn khiến cho sự thay đổi lãi suất không đáng kể. Ngược lại, trái phiếu do có thời hạn dài trên 10 năm nên không được xem là phi rủi ro lãi suất vì với thời hạn dài như vậy giá trị của trái phiếu chịu tác động bởi sự thay đổi lãi suất.
- Không có rủi ro ngoại hối tức là giá trị của chứng khoán không chịu tác động của sự thay đổi tỷ giá. Theo ý nghĩa này chỉ có chứng khoán nào phát hành bằng VND mới không chịu tác động của sự biến động tỷ giá.

Qua phân tích ý nghĩa của khái niệm phi rủi ro như trên, bạn có thể thấy rằng chỉ có đầu tư vào tín phiếu kho bạc phát hành bằng VND mới được xem là đầu tư phi rủi ro. Hàng năm Bộ tài chính thông qua Kho bạc đều có phát hành tín phiếu huy động vốn ngắn hạn cho ngân sách. Các đợt phát hành này đều có thông báo công khai và Kho bạc thường kêu gọi các tổ chức tín dụng trong đó có các ngân hàng thương mại (NHTM) tham gia đấu thầu tín phiếu Kho bạc.

Ví dụ 1: Minh họa cơ hội đấu thầu tín phiếu Kho bạc

Quy chế đấu thầu tín phiếu kho bạc

Các đối tượng được phép tham gia thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc tại Ngân hàng Nhà nước phải là doanh nghiệp có tư cách pháp nhân, có vốn pháp định từ 20 tỷ đồng trở lên, có tài khoản tiền đồng mở tại Ngân hàng Nhà nước hoặc tổ chức tín dụng được chỉ định. Ngoài ra, Ngân hàng Nhà nước cũng quy định rằng mỗi thành viên tham gia thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc phải ký quỹ tại Ngân hàng Nhà nước tối thiểu 5% giá trị đăng ký đấu thầu.

Ví dụ về phát hành tín phiếu kho bạc

Trong đợt phát hành 26/06 chính phủ dự kiến huy động 300 tỷ đồng (300.000 tín phiếu, mỗi tín phiếu có mệnh giá 1 triệu đồng, kỳ hạn 3 tháng). Số thành viên dự thầu là 4.

Phiếu đặt thầu	Lãi suất đặt thầu	Khối lượng tín phiếu đặt thầu
Thành viên A	4,50%	100 tỷ đồng
Thành viên B	4,95%	140 tỷ đồng
Thành viên C	4,95%	110 tỷ đồng
Thành viên D	5,00%	100 tỷ đồng

Xếp các phiếu đặt thầu theo lãi suất từ thấp đến cao, 3 thành viên đầu có tổng khối lượng đặt mua là 350 tỷ đồng, lớn hơn khối lượng chính phủ huy động. Vậy, thành viên D sẽ không trúng thầu.

- Lãi suất trúng thầu là 4,95% áp dụng chung cho cả 3 thành viên A, B & C.
- Thành viên A sẽ mua được toàn bộ 100 tỷ đồng tín phiếu (100.000 tín phiếu).

Thành viên B và C phải chia nhau khối lượng 200 tỷ đồng tín phiếu còn lại theo tỷ lệ khối lượng đặt thầu của họ.

- Khối lượng tín phiếu B mua được: $200 \times 140 / (140 + 110) = 112$ tỷ đồng (112.000 tín phiếu).
- Khối lượng tín phiếu C mua được: $200 \times 110 / (140 + 110) = 88$ tỷ đồng (88.000 tín phiếu).

Cách định giá tín phiếu

Định giá tín phiếu khi mua bán trên thị trường sơ cấp

Tín phiếu kho bạc là loại tín phiếu chiết khấu. Điều đó có nghĩa là, tín phiếu được bán thấp hơn mệnh giá và thanh toán theo mệnh giá khi đáo hạn, chứ không trả lãi theo định kỳ. Giá tín phiếu bán ra khi phát hành được tính theo công thức sau¹:

$$P = \frac{F}{1 + \frac{rT}{365}}, \text{ trong}$$

đó:

¹ Phần này có sử dụng tài liệu của Nguyễn Xuân Thành, Tài chính Phát triển, Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

- P là giá tín phiếu kho bạc bán ra
- F là mệnh giá tín phiếu kho bạc
- r là lãi suất tín phiếu kho bạc trúng thầu (%/năm)
- T là kỳ hạn của tín phiếu
- 365 là số ngày trong năm.

Giải thích: F là mệnh giá của tín phiếu, hay là giá trị người giữ tín phiếu nhận lại khi đáo hạn. Vì từ khi phát hành đến khi đáo hạn, tín phiếu không trả lãi suất, nên giá tín phiếu khi phát hành sẽ bằng giá trị hiện tại của F , với tỷ lệ chiết khấu là $rT/365$, vì r (lãi suất %/năm) được chuyển về $rT/365$ là lãi suất %/kỳ hạn của tín phiếu.

Ví dụ 2: Minh họa cách định giá tín phiếu trên thị trường sơ cấp

Trong ví dụ 1, mệnh giá tín phiếu kho bạc là $F = 1.000.000$ đ, kỳ hạn $T = 91$ ngày (3 tháng), lãi suất trúng thầu $r = 4,95\%/năm$. Giá tín phiếu được xác định như sau:

$$P = \frac{F}{1 + \frac{rT}{365}} = \frac{1.000.000}{1 + \frac{0,0495 * 91}{365}} \approx 987.809 \text{ đ}$$

Định giá tín phiếu khi mua bán trên thị trường thứ cấp

Trong ví dụ 1 trên đây nếu NHTM mua tín phiếu và ở mức giá 987.809 đồng và giữ đến khi đáo hạn nhận lại mệnh giá là 1 triệu đồng thì ngân hàng có tỷ suất lợi nhuận là 4,95%. Thế nhưng nhiều khi NHTM sau khi mua tín phiếu một thời gian cần bán lại trên thị trường vì mục tiêu thanh khoản. Khi ấy, bạn cần phải quyết định giá bán tín phiếu là bao nhiêu? Về cơ bản, công thức định giá trên đây vẫn được áp dụng, nhưng lúc này ta phải chiết khấu bằng lãi suất không rủi ro hiện hành trên thị trường là $i\%/năm$. Giá tín phiếu kho bạc mua bán lại trên thị trường thứ cấp được tính theo công thức sau: $P = \frac{F}{1 + \frac{it}{365}}$,

trong đó:

- P là giá tín phiếu kho bạc
- F là mệnh giá tín phiếu kho bạc
- i là lãi suất không rủi ro hiện hành trên thị trường (%/năm)
- t số ngày từ thời điểm tính toán đến khi tín phiếu đáo hạn
- 365 là số ngày trong năm.

Ví dụ 3: Minh họa cách định giá tín phiếu trên thị trường thứ cấp

Trong ví dụ 1, mệnh giá tín phiếu kho bạc là $F = 1.000.000$ đ, kỳ hạn $T = 91$ ngày (3 tháng), lãi suất trúng thầu $r = 4,95\%/năm$. Giá tín phiếu được xác định như sau:

$$P = \frac{F}{1 + \frac{rT}{365}} = \frac{1.000.000}{1 + \frac{0,0495 * 91}{365}} \approx 987.809 \text{ đ}$$

Giả sử OCB mua tín phiếu trên và nắm giữ được 25 ngày. Bây giờ OCB muốn bán lại tín phiếu cho VAB. Hỏi giá bán tín phiếu là bao nhiêu? Biết rằng lãi suất phi rủi ro hiện vẫn không thay đổi.

Nguyễn Minh Kiều

Công thức định giá lúc này là $P = \frac{F}{1 + \frac{it}{365}}$, trong đó: $F = 1.000.000$ đồng là mệnh giá tín phiếu, $i = r$

Quyết định đầu tư

Với tư cách là nhà đầu tư, khi xem xét quyết định đầu tư tài chính bạn cần quan tâm đến lợi nhuận và rủi ro của tài sản đầu tư. Xét về góc độ rủi ro, bạn nên đầu tư vào tín phiếu kho bạc vì tín phiếu kho bạc được xem là phi rủi ro. Nhưng không may là đầu tư vào tín phiếu kho bạc đem lại tỷ suất lợi nhuận rất thấp. Trong ví dụ trên đây, tỷ suất lợi nhuận đầu tư tín phiếu kho bạc chỉ có 4,95% thấp hơn nhiều so với đầu tư vào những cơ hội đầu tư khác, thậm chí còn thấp hơn cả lãi suất huy động tiền gửi. Vậy, lý do gì khiến NHTM đầu tư vào tín phiếu kho bạc?

Trả lời câu hỏi này bạn nên sử dụng đến khái niệm và công thức tính giá trị kinh tế tăng thêm (EVA) như sau:

$$EVA = \text{Lợi nhuận hiệu chỉnh} - \text{Chi phí cơ hội của vốn}$$

Trong trường hợp này, lợi nhuận hiệu chỉnh bằng 4,5% nhưng chi phí cơ hội của vốn là bao nhiêu còn tùy thuộc vào nguồn vốn nào NHTM sử dụng để đầu tư tín phiếu kho bạc. Trong tình huống này chỉ có những nguồn vốn nào có chi phí cơ hội nhỏ hơn 4,5% mới được sử dụng để đầu tư tín phiếu kho bạc. Trong các nguồn vốn của ngân hàng bao gồm vốn chủ sở hữu, vốn huy động từ tiền gửi và các nguồn vốn huy động khác có lẽ không có nguồn vốn nào có chi phí huy động nhỏ hơn lãi suất tín phiếu kho bạc. Nên nhớ rằng khi huy động tiền gửi, các NHTM phải tạo lập dự trữ bắt buộc, ví dụ là 5%, thay đổi theo từng thời kỳ. Số dự trữ này NHTM gửi ở Ngân hàng Nhà nước với lãi suất rất thấp, ví dụ 2,5%, hoặc không được trả lãi tùy theo chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước. Nếu bộ phận vốn này không gửi ở Ngân hàng Nhà nước mà dùng để mua tín phiếu kho bạc thì NHTM mất đi chi phí cơ hội là 2,5% nhưng thu được tỷ suất lợi nhuận là 4,5%. NHTM vẫn có giá trị kinh tế tăng thêm $EVA = 4,5 - 2,5 = 2\%$. Như vậy, do chi phí cơ hội của bộ phận nguồn vốn đầu tư vào tài sản dự trữ rất thấp, nhưng NHTM vẫn phải bỏ vốn vào đây vì là bắt buộc, nên NHTM vẫn có lợi nếu sử dụng bộ phận vốn này mua tín phiếu thay vì gửi Ngân hàng Nhà nước.

ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN CÓ THU NHẬP CỐ ĐỊNH HAY ĐẦU TƯ TRÁI PHIẾU

Trái phiếu thường được xem là loại chứng khoán có thu nhập cố định (fixed income securities) dùng để phân biệt với cổ phiếu là loại chứng khoán có thu nhập không cố định. Nếu bạn là nhân viên phụ trách đầu tư tài chính, bạn cũng nên quan tâm đến loại chứng khoán này.

Xác định cơ hội đầu tư trái phiếu

Trái phiếu nói chung có thể chia thành hai loại căn bản dựa vào chủ thể phát hành: Trái phiếu chính phủ và trái phiếu công ty. Trái phiếu chính phủ còn được chia thành trái phiếu kho bạc và trái phiếu đô thị, tức là trái phiếu do chính quyền địa phương phát hành.

Đầu tư trái phiếu chính phủ

Trong phạm vi bài này khi nói đến trái phiếu chính phủ chúng ta gộp chung mà không có sự phân biệt giữa trái phiếu kho bạc, trái phiếu đô thị và công trái vì tất cả các loại trái phiếu này đều được xem là không có rủi ro trả nợ nếu được phát hành bằng VND. Các cơ hội đầu tư vào trái phiếu chính phủ ở Việt Nam hiện nay gồm có: Đầu tư mua công trái, đầu tư mua trái phiếu Kho bạc, đầu tư mua trái phiếu công trình, đầu tư mua trái phiếu đô thị.

Hàng năm các tổ chức phát hành như Bộ Tài chính, Kho bạc, Ủy ban nhân dân thành phố đều có thông báo công khai kêu gọi các nhà đầu tư tham gia đấu thầu hoặc mua trái phiếu chính phủ. Là nhân viên phụ trách đầu tư trái phiếu chính phủ, bạn cần thường xuyên theo dõi và cập nhật những cơ hội đầu tư này để có thể mua trái phiếu trực tiếp từ các nhà phát hành trên thị trường sơ cấp hoặc mua lại của các nhà đầu tư trên thị trường thứ cấp.

Ví dụ 4: Minh họa thông báo đấu thầu trái phiếu chính phủ

Chính phủ vừa thông báo kế hoạch phát hành trái phiếu huy động 200 tỷ đồng. TTGDCK Tp.HCM thông báo kết quả đấu thầu trái phiếu Chính phủ do Kho bạc Nhà nước TW phát hành, kỳ hạn 5 năm, đợt 18/200X như sau:



- Số thành viên tham gia đấu thầu: 3 thành viên
- Số thành viên đặt thầu hợp lệ: 3 thành viên
- Tổng giá trị trái phiếu đưa ra đấu thầu: 200 tỷ đồng
- Giá trị trái phiếu đăng ký đặt thầu: 250 tỷ đồng
- Lãi suất đặt thầu thấp nhất: 8,75 %/ năm
- Lãi suất đặt thầu cao nhất: 8,80 %/ năm
- Lãi suất trần: 8,75 %/ năm
- Lãi suất trúng thầu: 8,75 %/ năm
- Giá trị trái phiếu trúng thầu: 120 tỷ đồng

Đầu tư trái phiếu công ty

Trái phiếu công ty là trái phiếu do các công ty lớn có uy tín phát hành nhằm huy động nợ dài hạn tài trợ cho hoạt động của công ty. Thời gian qua cơ hội đầu tư vào trái phiếu công ty trên thị trường vốn Việt Nam chưa nhiều vì ít có công ty phát hành trái phiếu. Điển hình cho cơ hội đầu tư trái phiếu công ty thời gian qua nổi bật là trường hợp phát hành trái phiếu của Petrovietnam và trái phiếu của các ngân hàng thương mại, đặc biệt gần đây nhất là trái phiếu chuyển đổi của các ngân hàng như VCB, ACB, và Sài Gòn Bank. Nhằm minh họa cơ hội đầu tư vào trái phiếu công ty, ví dụ 5 dưới đây cung cấp thông tin phát hành trái phiếu của Petrovietnam như là một tình huống điển hình. Điều đáng nói là Petrovietnam rất thành công trong đợt phát hành trái phiếu ở thời điểm đó. Chỉ sau một tuần lễ phát hành, Petrovietnam đã hoàn tất được mục tiêu phát hành 300 tỷ đồng trái phiếu dầu khí. Sự thành công của đợt phát hành này tạo động lực thúc đẩy một số công ty lớn khác quan tâm đến kênh huy động vốn này, đồng thời tiếp tục tạo ra cơ hội đầu tư cho các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức có tiềm lực.

Ví dụ 5: Minh họa cơ hội đầu tư trái phiếu công ty – Tình huống Petrovietnam

Petrovietnam có phạm vi kinh doanh rất đa dạng. Đến nay Tổng công ty đã phát triển kinh doanh mạnh mẽ trên tất cả các lĩnh vực kinh doanh liên quan đến hoạt động dầu khí như thăm dò, khai thác, chế biến, kinh doanh các sản phẩm dầu khí, và các hoạt động dịch vụ dầu khí. Petrovietnam đang triển khai một số dự án phát triển dầu khí quan trọng như: Dự án khí điện đạm Cà Mau, Dự án cảng đạm Phú Mỹ, dự án đường ống dẫn khí Phú Mỹ- Tp. Hồ Chí Minh và nhiều dự án quan trọng khác. Để đạt được mục tiêu kế hoạch và chiến lược đề ra, ngành dầu khí cần nguồn vốn đầu tư rất lớn. Một trong những hình thức huy động vốn mà Petrovietnam đang xem xét là phát hành trái phiếu công ty.

Trái phiếu dầu khí sẽ được phát hành liên tục nhiều đợt nhằm tạo ra một kênh huy động vốn ổn định, linh hoạt, chủ động, phát huy nội lực của nền kinh tế nhằm phát triển ngành công nghiệp dầu khí thành ngành công nghiệp mũi nhọn của đất nước. Trước khi phát hành, Petrovietnam đã xin phép và được sự đồng ý của Bộ Tài Chính cho phép phát hành trái phiếu dầu khí, với những thông tin liên quan đến đợt phát hành được công bố như sau:

- *Tổ chức phát hành:* Tổng Công Ty Dầu Khí Việt Nam (Petrovietnam)
- *Tên trái phiếu:* Trái Phiếu Dầu Khí Việt Nam
- *Loại tiền phát hành:* Việt Nam đồng (VND)
- *Loại mệnh giá:* Trái phiếu dầu khí phát hành nhiều loại mệnh giá khác nhau, trong đó trái phiếu vô danh và ghi danh có các loại mệnh giá 1 triệu, 2 triệu, 5 triệu, 10 triệu và 50 triệu đồng. Ngoài ra, còn có trái phiếu ghi sổ có mệnh giá quy tròn đến hàng triệu và có mệnh giá từ 50 triệu đồng trở lên.
- *Đối tượng mua trái phiếu:* Đối tượng tham gia mua trái phiếu dầu khí rất rộng rãi bao gồm người Việt Nam trong nước, kiều bào ở nước ngoài, và người nước ngoài đang sinh sống và làm việc ở Việt Nam và các pháp nhân như các doanh nghiệp thuộc mọi lĩnh vực và thành phần kinh tế, các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài hoạt động theo luật đầu tư nước ngoài của Việt Nam cũng được tham gia mua trái phiếu dầu khí.
- *Thời gian phát hành trái phiếu:* Ngày phát hành trái phiếu là ngày 03/09/2003 và thời gian bán trái phiếu kéo dài 60 ngày.
- *Ngày thanh toán trái phiếu:* Ngày đáo hạn thanh toán trái phiếu là ngày 03/09/2008. Đến ngày đáo hạn, người sở hữu trái phiếu đến thanh toán tại Văn phòng giao dịch của Công Ty Tài Chính Dầu Khí. Riêng đối với trái phiếu ghi danh dưới hình thức ghi sổ, khách hàng phải đến nơi phát hành trái phiếu để thanh toán. Trường hợp ngày thanh toán trùng vào ngày nghỉ, ngày lễ thì sẽ được thanh toán vào ngày làm việc tiếp theo. Trường hợp khách hàng đến thanh toán sau ngày 03/09/2008 thì số tiền gốc chưa lĩnh sẽ được hưởng lãi suất theo lãi suất tiền gửi không kỳ hạn của Ngân Hàng Công Thương Việt Nam xác định tại thời điểm đáo hạn trái phiếu và áp dụng cho số ngày tính từ thời điểm đáo hạn đến thời điểm khách hàng đến thanh toán. Sau hai năm, người mua trái phiếu có quyền thanh toán trước hạn theo nguyên tắc đảm bảo lợi ích cho người sở hữu trái phiếu bằng cách trả nguyên gốc (mệnh giá) và lãi theo quy định sau: *Nếu chưa tròn năm thì mức lãi suất mà khách hàng được hưởng bằng với mức lãi suất tiết kiệm thời hạn tương ứng của Ngân Hàng Công Thương Việt Nam.* Cụ thể nếu thời gian nắm giữ nhỏ hơn 1 tháng thì áp dụng lãi suất không kỳ hạn, từ 1 đến 3 tháng áp dụng lãi suất tiết kiệm 1 tháng, từ 3 đến 6 tháng áp dụng lãi suất tiết kiệm 3 tháng, từ 6 đến dưới 12 tháng áp dụng lãi suất tiết kiệm 6 tháng, nếu tròn 12 tháng thì được hưởng nguyên mức lãi suất của trái phiếu đã được công bố.
- *Lãi suất trái phiếu dầu khí* là suất thả nổi với năm đầu ấn định ở mức 8,7%/năm những năm sau áp dụng lãi suất thả nổi bằng bình quân lãi suất huy động tiết kiệm 12 tháng của bốn ngân hàng thương mại quốc doanh cộng 0,5%/năm.
- *Phương thức trả lãi áp dụng theo định kỳ hàng năm.* Lãi suất trái phiếu dầu khí từng năm sẽ do Công Ty Tài Chính Dầu Khí công bố vào ngày 25/08 hàng năm. Tiền lãi hàng năm nếu khách hàng chưa đến lĩnh sẽ được giữ hộ và được hưởng lãi suất tiết kiệm không kỳ hạn. Mức lãi suất tiết kiệm không kỳ hạn này được xác định bằng lãi suất không kỳ hạn của Ngân Hàng Công Thương Việt Nam lấy tại thời điểm ngày 03/09/2004 và áp dụng cho cả 5 tem lĩnh lãi chưa thanh toán tính từ ngày đến hạn thanh toán đến thời điểm lĩnh.
- *Bảo lãnh thanh toán trái phiếu:* Ngân Hàng Đầu Tư Phát Triển Việt Nam.

Định giá trái phiếu

Trái phiếu (bond) là công cụ nợ dài hạn do chính phủ hoặc công ty phát hành nhằm huy động vốn dài hạn. Trái phiếu do chính phủ phát hành gọi là trái phiếu chính phủ (government bond) hay trái phiếu kho bạc (treasury bond). Trái phiếu do công ty phát hành gọi là trái phiếu công ty (corporate bond).

Trên trái phiếu bao giờ cũng có ghi một số tiền nhất định, gọi là mệnh giá của trái phiếu. Mệnh giá nói chung (face or par value) tức là giá trị được công bố của tài sản. Trong trường hợp trái phiếu, mệnh giá thường được công bố là 1.000USD hoặc 100.000 đồng như ở Việt Nam. Ngoài việc công bố mệnh giá, người ta còn công bố lãi suất của trái phiếu. Lãi suất của trái phiếu (coupon rate) tức là lãi suất mà người mua trái phiếu được hưởng, nó bằng lãi được hưởng chia cho mệnh giá của trái phiếu.

Định giá trái phiếu tức là quyết định giá trị lý thuyết của trái phiếu một cách chính xác và công bằng. Giá trị của trái phiếu được định giá bằng cách xác định hiện giá của toàn bộ thu nhập nhận được trong thời hạn hiệu lực của trái phiếu. Việc xác định thu nhập của trái phiếu phụ thuộc vào từng loại trái phiếu cụ thể. Do đó, định giá trái phiếu nên gắn liền với từng loại trái phiếu cụ thể.

Định giá trái phiếu không có thời hạn

Trái phiếu nói chung là có thời hạn. Đặc biệt, có một loại trái phiếu không có thời hạn thường được gọi là Trái phiếu vĩnh cửu (perpetual bond or consol), tức là trái phiếu chẳng bao giờ đáo hạn. Xét về nguồn gốc, loại trái phiếu này do chính phủ Anh phát hành đầu tiên sau Chiến tranh Napoleon để huy động vốn dài hạn phục vụ tái thiết đất nước. Trái phiếu vĩnh cửu này chính là cam kết của chính phủ Anh sẽ trả một số tiền lãi cố định mãi mãi cho người nào sở hữu trái phiếu. Giá trị của loại trái phiếu này được xác định bằng hiện giá của dòng tiền đều vô hạn mà trái phiếu này mang lại cho nhà đầu tư. Giả sử chúng ta gọi:

- I là lãi cố định được hưởng mãi mãi
- V là giá của trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư

Giá của trái phiếu vĩnh cửu chính là tổng hiện giá của toàn bộ lãi thu được từ trái phiếu. Do trái phiếu vĩnh cửu không có đáo hạn nên toàn bộ lãi được hưởng từ trái phiếu này qua các năm hình thành nên dòng tiền đều vô hạn. Trong bài trước, bạn đã biết cách xác định hiện giá của dòng tiền đều vô hạn. Vận dụng công thức xác định hiện giá của dòng tiền đều vô hạn, chúng ta có thể định giá trái phiếu vĩnh cửu như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^{\infty}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I}{(1+k_d)^t} = I \left[\frac{1}{k_d} - \frac{1}{k_d(1+k_d)^{\infty}} \right] = \frac{I}{k_d}$$

trong đó I chính là lãi suất nhà đầu tư được hưởng từ trái phiếu và k_d là tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư đòi hỏi từ việc đầu tư trái phiếu.

Ví dụ 6: Minh họa cách định giá trái phiếu vĩnh cửu

Giả sử bạn mua một trái phiếu được hưởng lãi 50\$ một năm trong khoảng thời gian vô hạn và bạn đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận đầu tư là 12%. Giá của trái phiếu này bằng hiện giá của toàn bộ lãi nhận được qua các năm, tức là hiện giá của một dòng tiền đều vô hạn:

$$V = I/k_d = 50/0,12 = 416,67\$$$

Ví dụ đơn giản này giúp bạn làm quen với cách định giá trái phiếu. Tuy nhiên, ở Việt Nam hiện nay chưa có loại trái phiếu này.

Định giá trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi

Trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi (nonzero coupon bond) là loại trái phiếu có xác định thời hạn đáo hạn và lãi suất được hưởng qua từng thời hạn nhất định. Khi mua loại trái phiếu này nhà đầu tư được hưởng lãi định kỳ, thường là hàng năm, theo lãi suất công bố (coupon rate) trên mệnh giá trái phiếu và được thu hồi lại vốn gốc bằng mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn. Phần lớn các trái phiếu phát hành ở Việt Nam hiện nay, kể cả trái phiếu chính phủ lẫn trái phiếu công ty, đều thuộc loại này. Sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền với các ký hiệu:

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- V là giá của trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi đáo hạn

chúng ta có mô hình định giá của trái phiếu, bằng hiện giá toàn bộ dòng tiền thu nhập từ trái phiếu trong tương lai, được xác định như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^n} + \frac{MV}{(1+k_d)^n}$$

trong đó I là lãi cố định được hưởng theo từng định kỳ. Giá trị của I bằng mệnh giá nhân với lãi suất được công bố trên trái phiếu.

Ví dụ 7: Minh họa định giá trái phiếu chính phủ được hưởng lãi định kỳ hàng năm

Anh An mua trái phiếu chính phủ có:

- Mệnh giá: 100.000 đồng
- Lãi suất: 8,5%
- Thời hạn: 5 năm
- Ngày phát hành: 21/10/2003
- Ngày đến hạn: 21/10/2008

Hỏi giá trái phiếu là bao nhiêu, nếu:

- Định giá vào ngày 21/10/2004?
- Định giá vào ngày hôm nay: 12/05/2007?

Biết rằng tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư yêu cầu là 12%.

Ví dụ 7: Minh họa định giá trái phiếu chính phủ (tt)

Dựa vào thông tin đã cho, lãi trái phiếu được hưởng theo định kỳ hàng năm là:

$$I = 100.000(8,5\%) = 8.500 \text{ đồng.}$$

- a. Nếu định giá vào ngày 21/10/2004 trái phiếu còn được hưởng 4 kỳ lãi, mỗi kỳ 8.500 đồng. Giá trị trái phiếu là V được xác định như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^n} + \frac{MV}{(1+k_d)^n} = \frac{8.500}{(1+0,12)^1} + \frac{8.500}{(1+0,12)^2} + \frac{8.500}{(1+0,12)^3} + \frac{8.500}{(1+0,12)^4} + \frac{100.000}{(1+0,12)^4} = 89.369,28 \text{ nghìn đồng}$$

Trên thực tế để định giá được dễ dàng và nhanh chóng, bạn nên sử dụng Excel và lập bảng tính định giá như sau:

Mệnh giá	100,000				
Lãi suất	8.50%				
Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu (Kd)	12%				
	21/10/04	21/10/05	21/10/06	21/10/07	21/10/08
Lãi định kỳ		8,500	8,500	8,500	8,500
Mệnh giá					100,000
Dòng tiền		8,500	8,500	8,500	108,500
Giá trái phiếu (NPV@12%)	\$89,369.28				

- b. Nếu định vào ngày hôm nay 12/05/2007, trước tiên, bạn định giá trái phiếu vào ngày 21/10/2007 như sau:

$$V_{21/10/07} = \frac{8.500}{(1+0,12)^1} + \frac{100.000}{(1+0,12)^1} = 96.875 \text{ nghìn đồng.}$$

Kể đến bạn lấy hiện giá của giá trái phiếu ở thời điểm này, giản đơn và tính tròn 159 ngày cho thời hạn từ ngày 12/05/2007 đến 21/10/2007, như sau:

$$V_{12/05/07} = \frac{V_{21/10/07}}{(1+0,12 \times 159/360)} = 91.999 \text{ nghìn đồng.}$$

Ví dụ 7 trên đây minh họa cách định giá đối với trái phiếu chính phủ. Với trái phiếu đô thị và trái phiếu công ty trả lãi định kỳ hàng năm, cách định giá tương tự.

Định giá trái phiếu có kỳ hạn không hưởng lãi định kỳ

Trái phiếu kỳ hạn không hưởng lãi (zero-coupon bond) là loại trái phiếu không có trả lãi định kỳ mà được bán với giá thấp hơn nhiều so với mệnh giá. Tại sao nhà đầu tư lại mua trái phiếu không được hưởng lãi? Lý do là khi mua loại trái phiếu này họ vẫn nhận được lợi tức, chính là phần chênh lệch giữa giá mua của trái phiếu với mệnh giá của nó. Phương pháp định giá loại trái phiếu này cũng tương tự như cách định giá loại trái phiếu

kỳ hạn được hưởng lãi, chỉ khác ở chỗ lãi suất ở đây bằng không nên toàn bộ hiện giá của phần lãi định kỳ bằng không. Do vậy, giá của trái phiếu không hưởng lãi được xác định như là hiện giá của mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn.

$$V = \frac{MV}{(1 + k_d)^n}$$

Ví dụ 8: Minh họa cách định giá trái phiếu không hưởng lãi định kỳ

Giả sử NH Đầu Tư và Phát Triển Việt Nam phát hành trái phiếu không trả lãi định kỳ, có thời hạn 10 năm và mệnh giá là 1000\$. Nếu tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư là 12%, giá bán của trái phiếu này sẽ là bao nhiêu?

Giải:

Sử dụng công thức định giá $V = \frac{MV}{(1 + k_d)^n}$, ta có giá trái phiếu này là :

$V = \frac{1000}{(1 + 0,12)^{10}} = 322\$$. Nhà đầu tư bỏ ra 322\$ để mua trái phiếu này và không được hưởng lãi định kỳ trong suốt 10 năm nhưng bù lại khi đáo hạn nhà đầu tư thu về được 1000\$.

Định giá trái phiếu trả lãi theo định kỳ nửa năm

Thông thường trái phiếu được trả lãi hàng năm một lần nhưng đôi khi cũng có loại trái phiếu trả lãi theo định kỳ nửa năm, tức là trả lãi mỗi năm hai lần. Kết quả là mô hình định giá trái phiếu thông thường phải có một số thay đổi thích hợp để định giá trong trường hợp này. Công thức định giá trái phiếu theo mô hình chiết khấu dòng tiền trong trường hợp này như sau:

$$V = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1 + k_d/2)^t} + \frac{MV}{(1 + k_d/2)^{2n}}$$

Để minh họa mô hình định giá trái phiếu trả lãi bán niên, chúng ta xem ví dụ 9 dưới đây.

Ví dụ 9: Minh họa cách định giá trái phiếu trả lãi định kỳ nửa năm

Trái phiếu được công ty U.S Blivet Corporation phát hành có mệnh giá 1000\$, kỳ hạn 12 năm, trả lãi bán niên với lãi suất 10% và nhà đầu tư mong có tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua trái phiếu này. Hỏi giá trái phiếu là bao nhiêu?

Giải:

Áp dụng mô hình định giá vừa nêu trên, chúng ta có giá bán loại trái phiếu này là:

$$V = \frac{100/2}{(1 + 0,14/2)^1} + \frac{100/2}{(1 + 0,14/2)^2} + \dots + \frac{100/2 + 1000}{(1 + 0,14/2)^{24}} = 770,45\$$$

Thời gian qua ở Việt Nam cũng đã có nhiều trường hợp phát hành loại trái phiếu này. Chẳng hạn

ví dụ 10 dưới đây minh họa trái phiếu đô thị của Ủy ban nhân dân TP.HCM.

Ví dụ 10: Minh họa trái phiếu đô thị trả lãi theo định kỳ nửa năm



Thông tin về trái phiếu:

- Mệnh giá: 100.000 đồng
- Kỳ hạn: 2 năm
- Ngày phát hành: 23/10/03
- Ngày đến hạn: 23/10/05
- Lãi suất: 8,52%
- Trả lãi định kỳ nửa năm

Giả sử nhà đầu tư yêu cầu tỷ suất lợi nhuận là 10%, giá trái phiếu này là bao nhiêu?

Ví dụ 10: (tt)

Với thông tin có được từ trái phiếu, chúng ta có được lãi định kỳ của trái phiếu là:

$I/2 = [100.000(8,52\%)]/2 = 4260$ đồng. Áp dụng mô hình định giá, ta có giá của trái phiếu này xác định như sau:

$$V = \frac{4260}{(1 + 0,10/2)^1} + \frac{4260}{(1 + 0,10/2)^2} + \dots + \frac{4260 + 1000}{(1 + 0,10/2)^4} = 97.376 \text{ đồng}$$

Để dễ dàng và nhanh chóng, bạn có thể sử dụng Excel để định giá trái phiếu này bằng cách lập bảng tính như sau:

Mệnh giá	100,000				
Lãi suất	8.52%				
Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu	10%				
	23/10/03	23/04/04	23/10/04	23/04/04	23/10/05
Lãi định kỳ		4,260	4,260	4,260	4,260
Mệnh giá					100,000
Dòng tiền		4,260	4,260	4,260	104,260
Giá trái phiếu (NPV@10%/2)	\$97,376.00				

Phân tích sự biến động giá trái phiếu

Trong các mô hình định giá trái phiếu trình bày ở các phần trước, chúng ta thấy rằng giá trái phiếu (V) là một hàm số phụ thuộc các biến sau đây:

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi trái phiếu đáo hạn

Trong đó các biến I và MV không thay đổi sau khi trái phiếu được phát hành, trong khi các biến n và k_d thường xuyên thay đổi theo thời gian và tình hình biến động lãi suất trên thị trường.

Theo thời gian, n càng ngày càng giảm và $n = 0$ khi trái phiếu đáo hạn, lúc đó mẫu số của mô hình định giá bằng 1, do đó, giá trái phiếu bằng mệnh giá. Nói khác đi, khi n tiến dần đến 0 thì giá trái phiếu tiến dần đến mệnh giá. Tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư yêu cầu k_d phụ thuộc trước tiên vào lãi suất trên thị trường vốn. Nếu lãi suất trên thị trường vốn tăng lên thì k_d tăng theo, kết quả là, giá trái phiếu giảm. Ngược lại, nếu lãi suất trên thị trường vốn giảm xuống thì k_d giảm theo, kết quả là, giá trái phiếu tăng. Để thấy được sự biến động của giá trái phiếu khi lãi suất thay đổi, chúng ta lấy ví dụ phân tích như sau:

Ví dụ 11: Minh họa phân tích sự biến động giá trái phiếu khi lãi suất thị trường thay đổi

Giả sử REE phát hành trái phiếu mệnh giá 1000\$ thời hạn 10 năm với mức lãi suất hàng năm là 10%. Tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư đòi hỏi thay đổi tùy theo lãi suất trên thị trường. Giá trái phiếu là bao nhiêu, nếu tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư yêu cầu là: (a) 8%? (b) 10%? (c) 12%?

Giải:

Với tình huống này, bạn nên sử dụng Excel để phân tích giá trái phiếu thay đổi theo sự thay đổi của tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư yêu cầu. Cụ thể:

Mệnh giá	1,000										
Lãi suất	10.00%										
Tỷ suất lợi nhuận	8%										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Lãi định kỳ		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Mệnh giá											1,000
Dòng tiền		100	100	100	100	100	100	100	100	100	1,100
Giá trái phiếu	\$1,134.20										
Tỷ suất lợi nhuận	10%										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Dòng tiền		100	100	100	100	100	100	100	100	100	1,100
Giá trái phiếu	\$1,000.00										
Tỷ suất lợi nhuận	12%										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Dòng tiền		100	100	100	100	100	100	100	100	100	1,100
Giá trái phiếu	\$887.00										

Từ bảng tính giá trái phiếu minh họa ở ví dụ 11 trên đây chúng ta có một số nhận xét như sau:

- Giả sử sau khi phát hành, lãi suất trên thị trường giảm và nhà đầu tư chỉ yêu cầu tỷ suất lợi nhuận là 8%, thấp hơn lãi suất công bố trên trái phiếu. Cả lãi suất trái phiếu và mệnh giá vẫn không đổi, nhưng giá trái phiếu bây giờ sẽ là: 1.134,2\$, cao hơn mệnh giá của trái phiếu.
- Giả sử sau khi phát hành, lãi suất trên thị trường không đổi và nhà đầu tư yêu cầu tỷ suất lợi nhuận là 10%, bằng lãi suất công bố trên trái phiếu. Cả lãi suất trái phiếu và mệnh giá vẫn không đổi, nhưng giá trái phiếu bây giờ sẽ là: 1.000\$, bằng mệnh giá của trái phiếu.
- Giả sử sau khi phát hành, lãi suất trên thị trường tăng và nhà đầu tư yêu cầu tỷ suất lợi nhuận là 12%, cao hơn lãi suất công bố trên trái phiếu. Cả lãi suất trái phiếu và mệnh giá vẫn không đổi, nhưng giá trái phiếu bây giờ sẽ là: 887,0\$, thấp hơn mệnh giá của trái phiếu.

Từ việc phân tích nhận xét ba trường hợp của ví dụ trên đây, chúng ta có thể rút ra một số nhận xét tổng quát như sau:

- Khi lãi suất trên thị trường bằng lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu bằng mệnh giá của nó.
- Khi lãi suất trên thị trường thấp hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ cao hơn mệnh giá của nó.
- Khi lãi suất trên thị trường cao hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá của nó.
- Lãi suất gia tăng làm cho giá trái phiếu giảm trong khi lãi suất giảm sẽ làm cho giá trái phiếu gia tăng.
- Thị giá trái phiếu tiến dần đến mệnh giá của nó khi thời gian tiến dần đến ngày đáo hạn.

Lợi suất đầu tư trái phiếu

Trong các phần trước chúng ta đã biết cách định giá trái phiếu dựa trên cơ sở biết trước lãi được trả hàng năm và tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư đòi hỏi dựa trên lãi suất thị trường, mệnh giá và thời hạn của trái phiếu. Ngược lại, nếu biết trước giá trái phiếu và các yếu tố khác như lãi hàng năm được hưởng, mệnh giá hoặc giá thu hồi trái phiếu trước hạn và thời hạn của trái phiếu chúng ta có thể xác định được tỷ suất lợi nhuận hay *lợi suất đầu tư trái phiếu*.

- **Lợi suất đầu tư lúc trái phiếu đáo hạn (Yield to maturity)**

Giả sử bạn mua một trái phiếu có mệnh giá 1000\$, thời hạn 14 năm và được hưởng lãi suất hàng năm là 15% với giá là 1368,31\$. Bạn giữ trái phiếu này cho đến khi đáo hạn, lợi suất đầu tư trái phiếu này là bao nhiêu? Để xác định lợi suất đầu tư khi trái phiếu đáo hạn (YTM), chúng ta có thể giải phương trình sau:

$$1368,31 = \frac{150}{(1 + YTM)^1} + \frac{150}{(1 + YTM)^2} + \dots + \frac{150}{(1 + YTM)^{14}} + \frac{1000}{(1 + YTM)^{14}}$$

Sử dụng máy tính tài chính hoặc hàm Goal seek trong Excel để giải phương trình trên, chúng ta có được $YTM = 10\%$.

• Lợi suất đầu tư lúc trái phiếu được thu hồi (Yield to call)

Đôi khi công ty phát hành trái phiếu có kèm theo điều khoản thu hồi (mua lại) trái phiếu trước hạn. Điều này thường xảy ra nếu như công ty dự báo lãi suất sẽ giảm sau khi phát hành trái phiếu. Khi ấy công ty sẽ thu hồi lại trái phiếu đã phát hành với lãi suất cao và phát hành trái phiếu mới có lãi suất thấp hơn để thay thế và nhà đầu tư sẽ nhận được lợi suất cho đến khi trái phiếu được thu hồi (YTC) thay vì nhận lợi suất cho đến khi trái phiếu đáo hạn (YTM). Công thức tính lợi suất trái phiếu lúc thu hồi như sau:

$$V = \frac{I}{(1 + YTC)^1} + \frac{I}{(1 + YTC)^2} + \dots + \frac{I}{(1 + YTC)^n} + \frac{P_c}{(1 + YTC)^n}$$

Trong đó n là số năm cho đến khi trái phiếu được thu hồi, P_c là giá thu hồi trái phiếu và k_d là lợi suất khi trái phiếu được thu hồi. Nếu biết giá của trái phiếu (V) và giá khi thu hồi trái phiếu (P_c) và lãi suất hàng năm (I) chúng ta có thể sử dụng hàm Goal seek trong Excel để giải phương trình trên tìm lãi suất khi trái phiếu được thu hồi YTC.

Quyết định đầu tư giá trái phiếu

Với tư cách là nhà đầu tư, dù là đầu tư cho chính mình hay đầu tư cho một tổ chức, bạn cũng cần phải ra quyết định liên quan đến đầu tư trái phiếu. Cụ thể khi nào bạn nên mua, khi nào nên bán trái phiếu. Cơ sở thực hiện quyết định đầu tư trái phiếu trước hết dựa vào kết quả định giá trái phiếu.

Nên nhớ rằng khi sử dụng mô hình định giá như đã trình bày ở các phần trước, kết quả bạn nhận được giá trị lý thuyết (intrinsic value) chứ không phải giá trị thị trường của trái phiếu. *Giá trị thị trường là giá trị mua bán trái phiếu trên thị trường trong khi giá trị lý thuyết là giá trị có được từ áp dụng mô hình định giá.* Giá trị lý thuyết phụ thuộc vào tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư yêu cầu, trong khi giá trị thị trường phụ thuộc vào cung cầu trái phiếu trên thị trường. Giá trị lý thuyết và giá trị thị trường ít khi bằng nhau. Nếu giá trị lý thuyết lớn hơn giá trị thị trường, bạn nên mua trái phiếu. Ngược lại, nếu giá trị lý thuyết nhỏ hơn giá trị thị trường, bạn nên bán trái phiếu.

Mặt khác, quyết định đầu tư trái phiếu còn phụ thuộc vào dòng tiền kỳ vọng hay dòng tiền mục tiêu của nhà đầu tư. Cụ thể, trong kỳ hoạch định nhà đầu tư cần chi trả các khoản chi cố định như chi lãi huy động vốn dài hạn, chi cổ tức ưu đãi, chi bảo tức hàng năm. Các khoản chi trả này hình thành nên dòng tiền chi ra cố định của ngân hàng (outflows) và cần được tài trợ bởi dòng tiền vào cố định (inflows). Trong tình huống như vậy, bạn nên đề nghị nhà đầu tư tổ chức giữ các khoản đầu tư vào trái phiếu để có được thu nhập lãi cố định nhằm trang trải cho các khoản chi tiêu cố định.

ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN CÓ THU NHẬP KHÔNG CÓ ĐỊNH HAY ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

Khác với trái phiếu, cổ phiếu là chứng nhận đầu tư vào công ty cổ phần. Nó là chứng khoán vốn, trong khi trái phiếu là chứng khoán nợ. Cổ phiếu còn được chia thành cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông hay còn gọi là cổ phiếu thường. Cổ phiếu thường được xem như là loại cổ phiếu có thu nhập không cố định, trong khi cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu có thu nhập cố định giống như trái phiếu. Trong phần này khi nói đến cổ phiếu tức là nói đến cổ phiếu phổ thông hay cổ phiếu thường. Cổ phiếu ưu đãi sẽ được xem xét trong phần sau.

Xác định cơ hội và mục tiêu đầu tư cổ phiếu

Hoạt động đầu tư cổ phiếu của nhà đầu tư là việc bỏ vốn ra mua cổ phiếu trên thị trường OTC hoặc thị trường niêm yết nhằm mục tiêu lợi nhuận. Lợi nhuận có được từ hoạt động đầu tư cổ phiếu bao gồm cổ tức được hưởng và lợi vốn do cổ phiếu tăng giá. Giả sử bạn là nhân viên phụ trách đầu tư cổ phiếu, điều cần làm đầu tiên là tìm kiếm hay xác định cơ hội đầu tư. Cơ hội đầu tư cổ phiếu hiện nay nói chung có thể tìm kiếm trên hai loại thị trường: Thị trường OTC và thị trường niêm yết.

Cơ hội đầu tư cổ phiếu niêm yết

Cơ hội đầu tư cổ phiếu trên thị trường niêm yết phụ thuộc vào quy mô vốn hóa của thị trường, trong đó tốc độ thực hiện cổ phần hóa doanh nghiệp và niêm yết cổ phiếu trên thị trường đóng vai trò quyết định. Quy mô vốn hóa và số lượng công ty niêm yết trên thị trường thay đổi hàng ngày theo hướng càng tăng đã mở ra cơ hội rất lớn cho các nhà đầu tư nói chung và cho hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức nói riêng. Tuy nhiên, số lượng tài khoản giao dịch và khối lượng vốn các nhà đầu tư trong và ngoài nước đổ vào thị trường cổ phiếu cũng tăng theo khiến cho việc tìm kiếm cơ hội đầu tư trở thành việc cạnh tranh gay gắt.

Ví dụ 12: Minh họa quy mô thị trường niêm yết tính đến 31/05/2007

Cổ phiếu	107
Giá trị niêm yết	1,776,859,7680,000
Vốn hóa thị trường	230,747,457,715,200
Trái phiếu	367
Giá trị niêm yết	57,335,025,000,000
Chứng chỉ quỹ	02
Giá trị niêm yết	1,000,000,000,000
Vốn hóa thị trường	2,425,000,000,000

Nguồn: VCBS

Số liệu minh họa trên đây cho thấy tính đến cuối tháng 5/2007 có 107 công ty niêm yết cổ phiếu với qui mô vốn hóa lên đến trên 230.747 tỷ đồng. Ngoài ra, còn có hai chứng chỉ quỹ được niêm yết với quy mô vốn hóa lên đến 2.425 tỷ đồng. Rõ ràng so với những năm đầu thị trường chứng khoán Việt Nam mới đi vào hoạt động, cơ hội đầu tư mở ra ngày càng nhiều. Tuy nhiên, không vì thế mà việc tìm kiếm cơ hội đầu cổ phiếu trở nên dễ dàng hơn, đơn giản là vì mặc dù cung tăng nhiều nhưng nhu cầu đầu tư cũng gia tăng.

Cơ hội đầu tư cổ phiếu OTC

Ngoài cơ hội đầu tư vào cổ phiếu giao dịch trên thị trường niêm yết, bạn còn có thể đầu tư vào cổ phiếu giao dịch trên thị trường OTC, tức đầu tư vào cổ phiếu chưa niêm yết. Bạn có thể tìm kiếm cơ hội đầu tư này qua môi giới. Chẳng hạn, ngân hàng bằng các quan hệ giao dịch rộng của mình với khách hàng có thể dễ dàng tiếp cận với những cơ hội đầu tư trên thị trường OTC.

Mục tiêu đầu tư cổ phiếu

Nhìn chung khi đầu tư cổ phiếu, các nhà đầu tư thường nhằm vào mục tiêu cổ tức hay lợi vốn tùy theo tình hình cho phép đầu tư ngắn hạn hay dài hạn. Xét trong ngắn hạn, mục tiêu đầu tư nên nhằm vào lợi vốn (capital gain). Theo đuổi mục tiêu này, bạn nên tìm kiếm cơ hội đầu tư vào những cổ phiếu nào, giao dịch trên thị trường niêm yết lẫn OTC, có khả năng tăng giá nhanh trong thời gian ngắn. Chẳng hạn thời gian qua các cổ phiếu của Công ty FPT, Công ty chứng khoán Sài Gòn, Công ty Vinamilk, hoặc cổ phiếu của các ngân hàng thương mại là loại cổ phiếu nhanh chóng mang lại lợi vốn cho nhà đầu tư.

Xét trong dài hạn, mục tiêu đầu tư thường nhằm vào cổ tức và tăng trưởng cổ tức. Theo đuổi mục tiêu đầu tư lâu dài, bạn nên nhằm vào những loại cổ phiếu của các công ty nào có chính sách trả cổ tức cao và ổn định. Chẳng hạn, thời gian qua các loại cổ phiếu của Công ty Cơ điện lạnh, Công ty Agifish,... là những loại cổ phiếu tương đối ổn định và phù hợp cho mục tiêu đầu tư lâu dài.

Định giá cổ phiếu

Ý tưởng chung

Cổ phiếu là chứng nhận đầu tư vào công ty cổ phần. Người mua cổ phiếu được chia lợi nhuận hàng năm từ kết quả hoạt động của công ty và được sở hữu một phần giá trị công ty tương ứng với giá trị cổ phiếu họ đang nắm giữ.

Khi định giá trái phiếu, chúng ta thấy rằng giá trái phiếu chính là hiện giá của dòng tiền thu nhập tạo ra cho nhà đầu tư. Tương tự, giá cổ phiếu cũng được xem như là hiện giá dòng tiền thu nhập tạo ra cho nhà đầu tư từ cổ phiếu. Do đó, mô hình định giá cổ phiếu nói chung có dạng như sau:

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

Trong đó D_t là cổ tức được chia ở thời kỳ t và k_e là tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư. Tuy nhiên mô hình này chỉ phù hợp với tình huống nhà đầu tư mua cổ phiếu và giữ mãi mãi để hưởng cổ tức. Nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu và chỉ giữ nó 2 năm sau đó bán lại với giá là P_2 , thì mô hình định giá cổ phiếu sẽ là:

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{P_2}{(1+k_e)^2}$$

Cách định giá như trên gọi là định giá theo mô hình chiết khấu dòng tiền. Vấn đề gặp phải khi ứng dụng mô hình chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu là “khó ước lượng chính xác được dòng tiền nhà đầu tư nhận được từ cổ phiếu”, trong khi điều này hoàn toàn dễ dàng và chính xác khi ước lượng dòng tiền của trái phiếu. Vượt qua trở ngại này, các nhà nghiên cứu tìm cách mô tả được động thái hay tìm ra quy luật để xác định dòng tiền thu nhập từ cổ phiếu. Mô hình chiết khấu cổ tức trình bày dưới đây được xem như là nỗ lực vượt qua trở ngại này.

Mô hình chiết khấu cổ tức

Mô hình chiết khấu cổ tức được thiết kế để tính giá trị lý thuyết (intrinsic value) của cổ phiếu. Mô hình này được Merrill Lynch, CS First Boston và một số ngân hàng đầu tư khác sử dụng với giả định: (1) biết được động thái tăng trưởng của cổ tức, và (2) biết trước tỷ suất chiết khấu. Liên quan đến động thái tăng trưởng cổ tức, chúng ta xem xét các trường hợp sau:

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi – Trong trường hợp này, chúng ta có thể suy luận ra động thái tăng trưởng cổ tức qua các năm theo qui luật như sau:

- Cổ tức năm 1: $D_1 = D_0(1+g)$, trong đó D_0 là cổ tức đã trả năm rồi nên dữ liệu đã biết và g là tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi qua các năm.
- Cổ tức năm 2: $D_2 = D_1(1+g) = D_0(1+g)(1+g) = D_0(1+g)^2$
- Cổ tức năm 3: $D_3 = D_2(1+g) = D_0(1+g)^2(1+g) = D_0(1+g)^3$
-
-

Mô hình định giá cổ phiếu, do đó, có thể viết lại thành:

$$V = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty}, \text{ trong đó } D_0 \text{ là cổ tức năm vừa qua của cổ}$$

phiếu, g là tốc độ tăng trưởng cổ tức và k_e là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư. Cổ tức kỳ vọng ở cuối kỳ n bằng cổ tức hiện tại nhân với thừa số $(1+g)^n$. Trong chương các bài về báo cáo tài chính, khi bàn về cách ước lượng tốc độ tăng trưởng cổ tức, bạn đã biết công thức ước lượng g như sau:

$$g = (\text{Tỷ lệ tăng trưởng giá cổ tức}) \times \text{ROE} = (\text{Tỷ lệ tăng trưởng giá cổ tức}) \times k_e$$

Trong công thức này, tỷ suất lợi nhuận giữ lại phải nhỏ hơn 1 vì nếu không cổ tức sẽ không có tăng trưởng và k_e chỉ là tên gọi khác của ROE. Do vậy, $g/k_e =$ Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại < 1 . Suy ra, $k_e > g$. Chúng ta nhân hai vế của mô hình định giá trên với $(1+k_e)/(1+g)$, sau đó trừ vế với vế cho nhau sẽ được:

$$\frac{V(1+k_e)}{(1+g)} - V = D_0 - \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty}. \text{ Bởi vì } k_e > g \text{ nên: } \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \text{ tiến đến zero. Kết quả là:}$$

$$V \left[\frac{(1+k_e)}{(1+g)} - 1 \right] = D_0 \text{ hay } V \left[\frac{(1+k_e) - (1+g)}{(1+g)} \right] = D_0. \text{ Suy ra, } V(k_e - g) = D_0(1+g) = D_1$$

hay là $V = D_1 / (k_e - g)$. Công thức này chính là công thức định giá cổ phiếu trong điều kiện cổ tức có tốc độ tăng trưởng g không đổi hay còn được gọi là Mô hình định giá cổ tức của Gordon bởi vì nó do Myron J. Gordon phát triển từ công trình nghiên cứu của người đi trước là John Williams.

Ví dụ 13: Minh họa cách sử dụng mô hình Gordon để định giá cổ phiếu thường

Năm trước Công ty LKN trả cổ tức là 40.000 đồng. Cổ tức công ty này được kỳ vọng có tốc độ tăng trưởng 6% mãi mãi trong tương lai. Hỏi giá cổ phiếu là bao nhiêu nếu nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là 14%?

Giải:

Với kỳ vọng cổ tức tăng trưởng không đổi ở mức $g = 6\%$, cổ tức năm tới của công ty sẽ là $D_1 = D_0(1+g) = 40.000(1+0,06) = 42.400$ đồng. Theo mô hình Gordon, giá của cổ phiếu xác định như sau: $V = D_1 / (k_e - g) = 42.400 / (0,14 - 0,06) = 530.000$ đồng.

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không – Đây chỉ là một trường hợp đặc biệt của mô hình tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi khi $g = 0$. Khi đó công thức định giá có thể viết thành $V = D_1 / k_e$. Mặc dù ít khi có cổ phiếu nào có tốc độ tăng trưởng bằng 0 mãi nhưng với những cổ phiếu nào có cổ tức ổn định và duy trì trong một thời gian dài thì công thức này có thể áp dụng để xác định gần đúng giá cổ phiếu. Cổ phiếu ưu đãi có thể xem như là loại cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không.

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi – Khi tốc độ tăng trưởng cổ tức g thay đổi qua từng giai đoạn thì công thức định giá Gordon trên đây không còn phù hợp, nó cần được bổ sung. Chẳng hạn, một cổ phiếu có tốc độ tăng cổ tức là g_1 trong t_1 năm đầu, sau đó tăng với tốc độ g_2 mãi mãi. Công thức định giá có thể được viết lại thành:

$$V = \sum_{t=1}^{t_1} \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=t_1+1}^{\infty} \frac{D_{t_1}(1+g_2)^{t-t_1}}{(1+k_e)^t}$$

Nếu tách riêng giai đoạn cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng g_2 , chúng ta thấy nó tương đương và phù hợp với mô hình định giá cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng không đổi với $g = g_2$, D_0

chính là cổ tức ở năm thứ t_1 và D_1 chính là cổ tức ở năm thứ t_1+1 . Do đó, có thể áp dụng mô hình Gordon cho giai đoạn này như sau:

$$PV\left[\sum_{t=t_1+1}^{\infty} \frac{D_{t_1}(1+g_2)^{t-t_1}}{(1+k_e)^t}\right] = PV\left[\frac{D_{t_1+1}}{k_e - g_2}\right] = \left[\frac{1}{(1+k_e)^{t_1}}\right] \left[\frac{D_{t_1+1}}{(k_e - g_2)}\right]$$

Thay bộ phận này vào mô hình định giá, chúng ta có giá cổ phiếu xác định như sau:

$$V = \sum_{t=1}^{t_1} \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k_e)^t} + \left[\frac{1}{(1+k_e)^{t_1}}\right] \left[\frac{D_{t_1+1}}{(k_e - g_2)}\right], \text{ trong đó } D_0, g_1, g_2 \text{ và } k_e \text{ đã biết nên giá cổ phiếu hoàn toàn có thể xác định được.}$$

Ví dụ 14: Minh họa cách định giá cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi

Năm trước Công ty LKN trả cổ tức là 40.000 đồng. Cổ tức công ty này được kỳ vọng có tốc độ tăng trưởng 6% trong 5 năm đầu, sau đó tốc độ tăng trưởng cổ tức chỉ còn 5% mãi mãi. Hỏi giá cổ phiếu là bao nhiêu nếu nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là 14%?

Giải:

Với những thông tin đã cho, bạn có thể xác định cổ tức của công ty trong 6 năm đầu như sau:

Năm 1: $D_1 = D_0(1+g_1) = 40.000(1+0,06) = 42.400$ đồng.

Năm 2: $D_2 = D_0(1+g_1)^2 = 40.000(1+0,06)^2 = 44.944$ đồng.

Năm 3: $D_3 = D_0(1+g_1)^3 = 40.000(1+0,06)^3 = 47.641$ đồng.

Năm 4: $D_4 = D_0(1+g_1)^4 = 40.000(1+0,06)^4 = 50.499$ đồng.

Năm 5: $D_5 = D_0(1+g_1)^5 = 40.000(1+0,06)^5 = 53.529$ đồng.

Năm 6: $D_6 = D_5(1+g_2) = 53.529(1+0,05) = 56.205$ đồng.

Hiện giá cổ tức của 5 năm đầu như sau:

Năm 1: $PV(D_1) = D_1/(1+k_e)^1 = 42.400/(1+0,14)^1 = 37.193$ đồng

Năm 2: $PV(D_2) = D_2/(1+k_e)^2 = 44.944/(1+0,14)^2 = 34.583$ đồng.

Năm 3: $PV(D_3) = D_3/(1+k_e)^3 = 47.641/(1+0,14)^3 = 32.156$ đồng.

Năm 4: $PV(D_4) = D_4/(1+k_e)^4 = 50.499/(1+0,14)^4 = 29.899$ đồng.

Năm 5: $PV(D_5) = D_5/(1+k_e)^5 = 53.529/(1+0,14)^5 = 27.801$ đồng.

Tổng cộng hiện giá cổ tức 5 năm đầu $V_1 = 37.193 + 34.583 + 32.156 + 29.899 + 27.801 = 161.632$ đồng.

Giá cổ phiếu LKN vào năm thứ 5 xác định theo mô hình Gordon là $V_2 = D_6/(k_e - g) = 56.205/(0,14 - 0,05) = 624.500$ đồng. Hiện giá của giá cổ phiếu vào năm thứ 5 là $PV(V_2) = 624.500/(1+0,14)^5 = 324.346$ đồng.

Giá cổ phiếu LKN nếu cổ tức thay đổi qua hai giai đoạn là $V = V_1 + PV(V_2) = 161.632 + 324.346 = 485.978$ đồng.

Hạn chế của mô hình chiết khấu cổ tức – Mô hình chiết khấu cổ tức có thể áp dụng để định giá cổ phiếu trong các trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng 0, hoặc bằng g không đổi và ngay cả trong trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi qua từng thời kỳ, tuy có phức tạp nhưng vẫn có thể tính được. Thế nhưng mô hình này không áp dụng được trong trường hợp công ty giữ lại toàn bộ lợi nhuận cho tái đầu tư và không trả cổ tức cho cổ đông. Khi ấy chúng ta nên sử dụng phương pháp định giá cổ phiếu theo tỷ số PE sẽ được trình bày dưới đây.

Phương pháp định giá cổ phiếu theo tỷ số PE (Price-Earnings ratio)

Phương pháp này đưa ra cách tính giá cổ phiếu rất đơn giản bằng cách lấy lợi nhuận kỳ vọng trên mỗi cổ phiếu nhân với tỷ số PE bình quân của ngành. Ví dụ một công ty kỳ vọng sẽ kiếm được lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu là 3\$ trong năm tới và tỷ số PE bình quân của ngành là 15 thì giá cổ phiếu sẽ là:

$$\begin{aligned} V &= (\text{Lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu}) \times (\text{Tỷ số PE bình quân ngành}) \\ &= 3\$ \times 15 = 45\$ \end{aligned}$$

Phương pháp này đơn giản, dễ áp dụng nhưng có nhiều hạn chế. Thứ nhất việc định giá cổ phiếu thường không chính xác do phải phụ thuộc vào việc ước lượng lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu. Thứ hai, làm thế nào để chọn được tỷ số PE phù hợp và liệu nhà đầu tư có tin tưởng vào tỷ số PE bình quân của ngành hay không, nếu có thì vẫn còn sai số giữa tỷ số PE của ngành và PE của công ty.

Lợi suất đầu tư cổ phiếu

Với mô hình định giá cổ phiếu, nếu biết được tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư yêu cầu k_e , cổ tức năm vừa qua và động thái tăng trưởng cổ tức trong tương lai, bạn có thể dễ dàng xác định giá trị (V) của cổ phiếu. Ngược lại, trong thực tế đôi khi giá cổ phiếu đã được xác định trước, do đó, bạn không cần phải định giá cổ phiếu mà vấn đề đặt ra là làm thế nào tìm lợi suất đầu tư cổ phiếu. Để làm điều này, trong công thức định giá Gordon, bạn thay biến V bằng giá trị thị trường hiện tại (P_0) và có được: $P_0 = D_1/(k_e - g)$. Từ công thức này có thể giải để tìm lợi suất đầu tư cổ phiếu (k_e):

$$k_e = D_1/(P_0 + g)$$

Việc ứng dụng mô hình chiết khấu cổ tức như vừa trình bày trên đây để xác định lợi suất của cổ phiếu ý nghĩa rất lớn. Nó cho phép chúng ta xác định được chi phí sử dụng vốn từ việc phát hành cổ phiếu. Dựa vào chi phí sử dụng vốn này, chúng ta có thể xác định chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC) để làm cơ sở cho việc hoạch định đầu tư vốn. Vấn đề này đã được xem xét trong bài chi phí vốn và môn thẩm định dự án.

Quyết định đầu tư cổ phiếu

Với tư cách là nhà đầu tư, dù là đầu tư đại diện cho một tổ chức hay cho chính mình, bạn đều phải ra quyết định quan trọng là nên mua hay bán một loại cổ phiếu nào đó và với giá bao nhiêu. Không may là đến bây giờ chưa có lý thuyết nào hoàn hảo, chưa có nhà tư vấn hay chuyên gia đầu tư nào có thể giúp bạn ra quyết định đầu tư một cách chính xác. Tuy nhiên, thường có hai căn cứ hay hai cơ sở quan trọng bạn nên xem xét trước khi ra quyết định đầu tư:

Một là, dựa vào kết quả phân tích và định giá cổ phiếu – Kết quả thu thập và phân tích dữ liệu mang lại cho bạn thông tin cần thiết (ví dụ như cổ tức năm rồi, ROE, tốc độ tăng trưởng cổ tức,...) để đưa vào mô hình định giá (như đã trình bày ở các phần trước) và kết

quả là bạn có được giá trị lý thuyết của cổ phiếu. So sánh giá trị lý thuyết với giá trị thị trường giúp bạn có cơ sở ra quyết định đầu tư. Cụ thể:

- Nếu giá trị lý thuyết lớn hơn giá trị thị trường, bạn nên mua cổ phiếu. Chẳng hạn, sau khi áp dụng mô hình định giá bạn có được giá trị lý thuyết của cổ phiếu ABC là 150.000 đồng trong khi giá thị trường của cổ phiếu này đang giao dịch ở mức 140.000 đồng. Bạn nên ra quyết định mua cổ phiếu này và giá đặt lệnh mua có thể giao động từ 140 đến 150 nghìn đồng.
- Nếu giá trị lý thuyết nhỏ hơn giá trị thị trường, bạn nên bán cổ phiếu. Chẳng hạn, sau khi áp dụng mô hình định giá bạn có được giá trị lý thuyết của cổ phiếu XYZ là 130.000 đồng trong khi giá thị trường của cổ phiếu này đang giao dịch ở mức 140.000 đồng. Bạn nên ra quyết định bán cổ phiếu này và giá đặt lệnh bán có thể giao động từ 140 đến 130 nghìn đồng.

Hai là, dựa vào kỳ vọng hợp lý. Theo lý thuyết này, kỳ vọng hợp lý là dự báo tối ưu, tức là dự báo tốt nhất trên cơ sở thông tin có được. Chẳng hạn, dựa trên cơ sở toàn bộ thông tin có được, bạn dự báo giá cổ phiếu ABC là 150.000 đồng và khi so sánh với giá thị trường đang giao dịch ở mức 140.000 đồng, bạn ra quyết định mua cổ phiếu ABC.

Quyết định của bạn như thế là một quyết định hợp lý và nếu các nhà đầu tư khác cũng thu thập được thông tin và dự báo hợp lý như bạn, họ cũng sẽ ra lệnh mua cổ phiếu ABC giống như quyết định của bạn. Kết quả là, do nhiều người cùng ra quyết định mua nên cổ phiếu ABC tăng giá đúng như kỳ vọng của bạn và bạn là người chiến thắng. Ngược lại, kết quả thu thập thông tin và dự báo giá cổ phiếu ABC của bạn khác biệt so với nhiều nhà đầu tư khác. Dựa vào đó, các nhà đầu tư khác ra lệnh bán cổ phiếu ABC trong khi bạn ra lệnh mua. Kết quả là, do có nhiều người ra lệnh bán, trong khi ít người ra lệnh mua và bạn là một trong số đó, nên giá cổ phiếu ABC giảm. Đến đây khỏi nói, bạn cũng biết quyết định mua cổ phiếu ABC của bạn như vậy là một quyết định sai lầm.

ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN LAI (HYBRID)

Các phần trước đã trình bày về đầu tư chứng khoán có thu nhập cố định, tức đầu tư vào trái phiếu, và đầu tư chứng khoán có thu nhập không cố định, tức đầu tư vào cổ phiếu. Đôi khi trên thực tế còn có những cơ hội đầu tư vào các loại vừa có một số đặc tính của trái phiếu vừa có một số đặc tính của cổ phiếu. Chứng khoán có những tính chất như vậy gọi là chứng khoán lai (hybrid). Điển hình cho chứng khoán lai là cổ phiếu ưu đãi (preferred stock) và trái phiếu chuyển đổi (convertible bond).

Đầu tư cổ phiếu ưu đãi

Phân biệt cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông

Cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu mà công ty phát hành cam kết trả tỷ lệ cổ tức cố định hàng năm và không có tuyên bố ngày đáo hạn. Cả cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi đều là giấy chứng nhận sở hữu một phần trong công ty cổ phần. Tuy nhiên, hai loại cổ

phiếu này có nhiều điểm khác biệt nhau. Bảng 9.1 dưới đây so sánh những điểm khác nhau giữa cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi:

Bảng 9.1: So sánh sự khác biệt giữa cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi.

Cổ phiếu phổ thông	Cổ phiếu ưu đãi
1. Được hưởng cổ tức không cố định, có thể cao hay thấp tùy theo kết quả kinh doanh	1. Được hưởng cổ tức cố định bất kể kết quả kinh doanh cao hay thấp
2. Được hưởng cổ tức sau cổ phiếu ưu đãi	2. Được hưởng cổ tức trước cổ phiếu phổ thông
3. Được chia tài sản sau cùng trong trường hợp công ty bị thanh lý	3. Được chi tài sản trước khi chia cho cổ đông phổ thông trong trường hợp công ty bị thanh lý
4. Giá cả thường dao động mạnh hơn cổ phiếu ưu đãi	4. Giá cả thường ít dao động hơn cổ phiếu phổ thông
5. Lợi nhuận và rủi ro cao hơn cổ phiếu ưu đãi	5. Lợi nhuận và rủi ro thấp hơn cổ phiếu phổ thông

Bảng 9.1 trên đây nêu ra một số quyền ưu đãi của cổ phiếu ưu đãi so với cổ phiếu phổ thông. Các quyền đó bao gồm:

- Thứ nhất là quyền được chia cổ tức ưu tiên – Cổ phiếu ưu đãi được hưởng mức cổ tức cố định hàng năm bất kể kết quả kinh doanh cao hay thấp, trừ khi công ty kinh doanh không có lãi. Tuy nhiên điều này có khi làm cho số lợi nhuận cổ phiếu ưu đãi thu nhận được cao hơn, cũng có khi làm cho số lợi nhuận thu được thấp hơn so với cổ phiếu phổ thông. Bảng 9.2 cho chúng ta ví dụ minh họa điều này.
- Thứ hai là quyền được chia tài sản ưu tiên trong trường hợp công ty bị thanh lý. Trong trường hợp công ty bị thanh lý thứ tự ưu tiên phân chia tài sản thanh lý của công ty như sau (nếu bị phá sản thì thứ tự ưu tiên theo qui định của Luật phá sản doanh nghiệp):

1. Trả nợ Nhà nước và công nhân viên
2. Trả nợ ngân hàng
3. Trả nợ trái phiếu
4. Trả nợ doanh nghiệp khác
5. Trả vốn cổ phần ưu đãi
6. Trả vốn cổ phần phổ thông.

Bảng 9.2: Phân chia lợi nhuận giữa cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông (Triệu đồng)

Năm	1	2	3	4	5
Lợi nhuận phân chia	200	170	120	250	450
Cổ phần ưu đãi	150	150	120	170	150
Cổ phần phổ thông	50	20	0	80	300

Định giá cổ phiếu ưu đãi

Như vừa đề cập, cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu mà công ty phát hành cam kết trả tỷ lệ cổ tức cố định hàng năm và không có tuyên bố ngày đáo hạn. Rõ ràng loại cổ phiếu này có những tính chất giống như trái phiếu không có đáo hạn. Do đó, mô hình định giá trái phiếu không có đáo hạn có thể áp dụng để định giá cổ phiếu ưu đãi. Giá cổ phiếu ưu đãi được xác định bằng hiện giá toàn bộ dòng tiền thu nhập từ cổ phiếu. Thu nhập đầu tư cổ phiếu ưu đãi chính là cổ tức được hưởng. Do cổ tức cổ phiếu ưu đãi cố định và kéo dài mãi mãi (giả sử công ty không bị phá sản) nên dòng tiền thu nhập từ cổ phiếu ưu đãi là dòng tiền đều vô hạn. Vì vậy, giá cổ phiếu ưu đãi được xác định theo công thức sau: $V = D_p/k_p$, trong đó D_p là cổ tức hàng năm của cổ phiếu ưu đãi và k_p là tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư yêu cầu khi đầu tư cổ phiếu ưu đãi. Ví dụ 15 dưới đây minh họa cách định giá cổ phiếu ưu đãi.

Ví dụ 15: Minh họa cách định giá cổ phiếu ưu đãi

Giả sử REE phát hành cổ phiếu ưu đãi mệnh giá 1.000.000 đồng và tuyên bố trả cổ tức hàng năm là 9%. Giả sử bạn là nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua cổ phiếu này, giá cổ phiếu này là bao nhiêu?

Giải:

Dựa vào thông tin đã cho bạn có được thu nhập cổ tức hàng năm từ cổ phiếu này: $1.000.000 \times 9\% = 90.000$ đồng.

Giá cổ phiếu = $PV(\text{thu nhập cổ tức}) = 90.000/0,14 = 642.857$ đồng.

Lợi suất đầu tư cổ phiếu ưu đãi

Với tư cách nhà đầu tư, đôi khi bạn quan tâm đến xác định giá cổ phiếu ưu đãi, cũng có khi bạn đã biết giá nhưng quan tâm đến lợi suất khi đầu tư cổ phiếu. Trong trường hợp này, bạn thay giá thị trường hiện tại (P_0) vào giá trị lý thuyết (V) trong công thức tính giá trị lý thuyết của cổ phiếu ưu đãi và có được: $P_0 = D_p/k_p$, trong đó D_p là cổ tức của cổ phiếu ưu đãi và k_p là lợi suất khi đầu tư cổ phiếu ưu đãi. Từ công thức này, bạn có thể giải ra để tìm lợi suất cổ phiếu ưu đãi là:

$$k_p = D_p/P_0$$

Chẳng hạn trong ví dụ 10 trên đây, bạn định giá cổ phiếu ưu đãi REE là 642.857 đồng dựa trên tỷ suất lợi nhuận yêu cầu là 14%. Thế nhưng khi ra thị trường, bạn thương lượng và có thể mua cổ phiếu REE ở mức giá, ví dụ là 640.000 đồng. Nếu bạn, giữ cổ phiếu này để hưởng cổ tức hàng năm là 90.000 đồng thì lợi suất đầu tư của bạn thật ra là bao nhiêu? Câu trả lời là lợi suất đầu tư của bạn bằng $90.000/640.000 = 14,06\%$, hơi cao hơn tỷ suất kỳ vọng một chút do bạn mua được cổ phiếu rẻ hơn so với giá bạn định.

Đầu tư trái phiếu chuyển đổi

Khái niệm

Trái phiếu chuyển đổi (convertible bond) là loại trái phiếu trái phiếu do công ty phát hành cho người nắm giữ nó có quyền chuyển đổi thành một số cổ phiếu của công ty trong thời hạn hiệu lực nhất định. Loại trái phiếu này phổ biến ở các nước phát triển. Ở Việt Nam năm 1996, Công ty Cơ điện lạnh REE đã phát hành khá thành công loại trái phiếu này. Gần đây các công ty lớn, đặc biệt là các NHTM, đã bắt đầu phát hành trái phiếu chuyển đổi thường xuyên hơn để huy động vốn. Các ngân hàng thương mại có phát hành trái phiếu chuyển đổi trong vài năm gần đây gồm có VCB, ACB và Sài Gòn Bank. Điều này mở ra một cơ hội mới cho cả nhà phát hành lẫn nhà đầu tư.

Về phía nhà phát hành nhờ trái phiếu chuyển đổi có thể huy động vốn được với chi phí thấp hơn phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu thông thường. Chẳng hạn, VCB phát hành trái phiếu chuyển đổi huy động vốn dài hạn với lãi suất phải trả là 6%, trong khi nếu huy động vốn dài hạn bằng tiền gửi phải trả lãi lên đến 9 – 10%. Về phía nhà đầu tư, trái phiếu chuyển đổi tạo cho nhà đầu tư cơ hội được chuyển đổi khoản đầu tư trái phiếu của mình thành khoản đầu tư vào cổ phiếu của công ty. Điều này đặc biệt có ý nghĩa đối với những công ty nào cổ phiếu có giá và khó mua trên thị trường. Các phần tiếp theo sẽ đi sâu vào phân tích tính chất này. Trong phần này, trước hết, trích giới thiệu các bạn thông tin về phát hành trái phiếu của ACB như là ví dụ điển hình.

Ví dụ 16: Minh họa thông tin phát hành trái phiếu chuyển đổi của ACB

Trái phiếu chuyển đổi của ACB là trái phiếu không có bảo đảm do ACB phát hành, được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ACB theo các điều kiện được quy định trong Phương án và quy chế phát hành. Trái phiếu chuyển đổi không được thanh toán gốc, trừ trường hợp ACB phá sản hoặc giải thể.

- **Mục đích phát hành trái phiếu:** ACB phát hành trái phiếu chuyển đổi nhằm mục đích tăng quy mô vốn hoạt động.
- **Mệnh giá trái phiếu:** Trái phiếu có mệnh giá là 1.000.000 đồng (một triệu đồng). Tổng mệnh giá trái phiếu được phát hành là 3.000.000.000.000 đồng (ba ngàn tỷ đồng).
- **Thời hạn trái phiếu:** Thời hạn của trái phiếu tối đa là 5 năm, bắt đầu từ thời điểm trái phiếu được phát hành cho đến thời điểm chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu. Hết thời hạn này, trái phiếu mặc nhiên được chuyển đổi thành cổ phiếu nếu trái chủ đáp ứng đủ các điều kiện được quy định trong Quy chế phát hành.
- **Lãi suất trái phiếu:** Lãi suất trái phiếu là 8%/năm (tương ứng với 365 ngày), lãi trả hàng năm, cố định trong suốt thời hạn của trái phiếu.
- **Đối tượng mua, sở hữu trái phiếu:** Trái phiếu được phát hành cho đối tượng mua là các cổ đông ACB. Cổ đông ACB được mua trái phiếu tương ứng với tỷ lệ sở hữu cổ phần của từng cổ đông tại ACB vào thời điểm chốt danh sách.
- **Thanh toán gốc và lãi:**
 1. Trái phiếu không được thanh toán gốc, trừ trường hợp ACB phá sản hoặc giải thể, trái chủ được thanh toán gốc theo quy định pháp luật.
 2. Lãi được trả định kỳ hàng năm, từ ngày trái phiếu được phát hành. Trường hợp trái phiếu được chuyển đổi thành cổ phiếu trước ngày trả lãi, trái chủ được hưởng lãi trên số ngày thực tế, tính từ ngày phát hành trái phiếu hoặc từ ngày trả lãi gần nhất cho đến thời điểm chuyển đổi. Lãi trái phiếu không được chuyển đổi thành cổ phiếu.
 3. ACB có quyền ngừng trả lãi nếu việc trả lãi dẫn đến kết quả kinh doanh trong năm thua lỗ. Số lãi chưa trả sẽ được chuyển sang các kỳ trả lãi tiếp theo.
- **Thời gian phát hành, số lượng trái phiếu phát hành**
 1. Đợt 1: phát hành vào quý IV năm 2006. Số lượng trái phiếu phát hành: 1.650.000 trái phiếu. Tổng mệnh giá: 1.650.000.000.000 đồng (một ngàn sáu trăm năm mươi tỷ đồng)
 2. Đợt 2: phát hành từ năm 2007. Số lượng trái phiếu phát hành: 1.350.000 trái phiếu. Tổng mệnh giá: 1.350.000.000.000 đồng (một ngàn ba trăm năm mươi tỷ đồng)
- **Tỷ lệ chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu:** Trái phiếu sẽ được chuyển đổi thành cổ phiếu theo mệnh giá của cổ phiếu vào thời điểm chuyển đổi, người sở hữu trái phiếu theo danh sách được chốt sẽ nhận được số lượng cổ phiếu phổ thông có tổng mệnh giá bằng với tổng mệnh giá của số lượng trái phiếu được chuyển đổi. Cụ thể: một trái phiếu (mệnh giá 1.000.000 đồng) sẽ được chuyển đổi thành 100 cổ phiếu nếu mệnh giá cổ phiếu là 10.000 đồng.
- **Thời điểm chuyển đổi trái phiếu, số lượng trái phiếu được chuyển đổi:** Thời điểm ACB dự kiến chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu như sau:
 1. Đợt 1: Từ năm 2007. Số lượng trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu: 1.100.000. Tổng mệnh giá: 1.100.000.000.000 đồng. Vốn điều lệ tăng thêm của ACB từ trái phiếu chuyển đổi: 1.100.000.000.000 đồng (một ngàn một trăm tỷ đồng).
 2. Đợt 2: Từ năm 2008. Số lượng trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu: 1.900.000. Tổng mệnh giá: 1.900.000.000.000 đồng. Vốn điều lệ tăng thêm của ACB từ trái phiếu chuyển đổi: 1.900.000.000.000 đồng (một ngàn chín trăm tỷ đồng).

Qua ví dụ điển hình về trái phiếu chuyển đổi của ACB nói riêng và trái phiếu chuyển đổi nói chung, bạn thấy xuất hiện và cần nắm rõ thêm một số khái niệm khác liên quan trước khi đi sâu và định giá sẽ trình bày ở phần sau. Cụ thể Quy chế phát hành trái phiếu chuyển đổi của ACB có đề cập: “...một trái phiếu (mệnh giá 1.000.000 đồng) sẽ được chuyển đổi thành 100 cổ phiếu nếu mệnh giá cổ phiếu là 10.000 đồng”. Phát biểu này cho biết *tỷ lệ chuyển đổi* (conversion ratio) của trái phiếu. *Tỷ lệ chuyển đổi là số lượng cổ phiếu mà mỗi trái phiếu có thể đổi được*. Cụ thể trong trường hợp trái phiếu chuyển đổi ACB, mỗi trái phiếu được chuyển đổi thành 100 cổ phiếu, tức theo tỷ lệ 1:100.

Ngoài tỷ lệ chuyển đổi, các nhà giao dịch trái phiếu còn quan tâm đến khái niệm giá chuyển đổi (conversion price) của trái phiếu. Giá chuyển đổi là tỷ số giữa mệnh giá trái phiếu và tỷ lệ chuyển đổi, nó được tính toán bằng cách lấy mệnh giá trái phiếu chia cho tỷ lệ chuyển đổi. Cụ thể trong trường hợp trái phiếu chuyển đổi của ACB, giá chuyển đổi bằng $1.000.000/100 = 10.000$ đồng. Điều này có nghĩa là, khi chuyển đổi, nhà đầu tư từ bỏ trái phiếu có mệnh giá 1.000.000 đồng để đổi lấy 100 cổ phiếu của ACB và điều này tương đương như là bỏ ra 10.000 đồng ($1.000.000/100$) để mua một cổ phần của ACB.

Giả sử ngay khi phát hành trái phiếu chuyển đổi, giá cổ phiếu ACB đang giao dịch ở mức 162.000 đồng. Như vậy, giá chuyển đổi chỉ bằng 6,17% ($10000/162.000$) giá thị trường của cổ phiếu. Điều này hoàn toàn trái ngược với thông lệ ở các nước. Chẳng hạn, xem xét ví dụ trái phiếu chuyển đổi của Seagate Technology dưới đây.

Ví dụ 17: Minh họa trái phiếu chuyển đổi – Tình huống Seagate Technology

Năm 1993, Seagate phát hành trái phiếu chuyển đổi sẽ đáo hạn vào năm 2012 để huy động 300 triệu dollar. Các điều khoản phát hành tóm tắt như sau:

- Thời hạn của trái phiếu: 19 năm
- Lãi suất: 6,75%
- Mệnh giá: 1000USD
- Tỷ lệ chuyển đổi: 23,53

Dựa vào điều khoản phát hành trên, chúng ta có thể xác định: Giá chuyển đổi = Mệnh giá/Tỷ lệ chuyển đổi = $1000/23,53 = 42,5$ USD. Ở thời điểm phát hành trái phiếu chuyển đổi, giá thị trường cổ phiếu Seagate là 22,625USD. Như vậy giá chuyển đổi cao hơn giá thị trường ($42,5/22,625 = 1,88$) khoảng 88%. Con số 88% này được gọi là tỷ lệ gia tăng giá chuyển đổi (conversion premium), nó phản ánh giá chuyển đổi cao hơn giá thị trường 88% hay nói khác đi quyền chuyển đổi của trái phiếu lúc này chưa sinh lợi (out-of-the-money). Mục đích của việc ấn định giá chuyển đổi như vậy là để nhà đầu tư không thể chuyển đổi trái phiếu ngay khi phát hành nhằm hưởng chênh lệch giá phi rủi ro.

Chúng ta có thể nhận xét và giải thích như thế nào về sự khác biệt trên đây: Trái phiếu chuyển đổi của ACB có giá chuyển đổi thấp hơn 93,83% giá thị trường trong khi giá chuyển đổi của trái phiếu Seagate cao hơn 88% giá thị trường? Tại sao ACB phát hành trái phiếu chuyển đổi với giá chuyển đổi quá thấp (hay tỷ lệ chuyển đổi quá cao)? Sự khác biệt trên đây có thể giải thích được từ sự khác biệt khác bao gồm:

- Trái phiếu chuyển đổi của ACB có quy định thời điểm chuyển đổi, do đó, mặc dù dựa trên giá chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi của ACB ngay khi phát hành đã sinh

lợi (in-the-money) nhưng người nắm giữ trái phiếu vẫn chưa chuyển đổi được do chưa đến thời điểm quy định.

- Trái phiếu chuyển đổi của ACB có quy định số lượng chuyển đổi, cụ thể trong đợt 1, số lượng phát hành là 1.650.000 trái phiếu nhưng số lượng được chuyển đổi chỉ có 1.100.000 trái phiếu. Như vậy thực ra phải 1,5 trái phiếu mới tương đương với 1 trái phiếu được chuyển đổi và có thể đổi ra được 100 cổ phiếu ACB. Kết quả là giá chuyển đổi = $1,5 \times \text{Mệnh giá}/100 = 15.000$ đồng chứ không phải 10.000 đồng như cách xác định trên đây. Nhưng điều này cũng chỉ làm tăng giá chuyển đổi chút ít và thực tế giá chuyển đổi vẫn thấp hơn nhiều so với giá thị trường.
- Trái phiếu chuyển đổi của ACB chỉ phát hành cho cổ đông hiện hữu mà thôi, không bán rộng rãi cho nhà đầu tư mới. Do vậy, quyền lợi có được từ giá chuyển đổi thấp vẫn thuộc về cổ đông! Đây mới chính là lý do giải thích vì sao giá chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi của ACB quá thấp.

Qua hai ví dụ trên đây về phát hành trái phiếu chuyển đổi của ACB và Seagate bạn đã quen với những khái niệm căn bản liên quan đến trái phiếu chuyển đổi bao gồm tỷ lệ chuyển đổi, giá chuyển đổi, tỷ lệ gia tăng (hay khấu trừ) giá chuyển đổi. Phần tiếp theo sẽ hướng dẫn cách định giá trái phiếu chuyển đổi.

Định giá trái phiếu chuyển đổi

Định giá trái phiếu chuyển đổi phức tạp hơn nhiều so với định giá trái phiếu không chuyển đổi. Giá trị của trái phiếu chuyển đổi dựa trên cơ sở định giá của ba bộ phận: Giá trị của trái phiếu đơn thuần (straight bond value), giá trị chuyển đổi, (conversion value) và giá trị quyền chọn (option value). Dưới đây chúng ta sẽ lần lượt xem xét từng bộ phận.

Giá trị của trái phiếu đơn thuần (straight bond value)

Giá trị trái phiếu đơn thuần là giá trị mà trái phiếu có thể bán được nếu nó không được chuyển đổi thành cổ phiếu. Giá trị này tùy thuộc vào lãi được hưởng và mức độ rủi ro của trái phiếu. Cách định giá giá bộ phận trị trái phiếu đơn thuần này giống như cách định giá trái phiếu đã xem xét ở phần trước. Cụ thể giá trị trái phiếu đơn thuần bằng hiện giá toàn bộ dòng tiền thu nhập từ trái phiếu ở suất chiết khấu mà nhà đầu tư yêu cầu. Ví dụ giá trị bộ phận trái phiếu đơn thuần của trái phiếu chuyển đổi ACB được định giá như sau:

Ví dụ 18: Minh họa cách định giá bộ phận giá trị trái phiếu đơn thuần của trái phiếu chuyển đổi ACB

Thông tin sử dụng để định giá:

- Mệnh giá: 1.000.000 đồng
- Thời hạn của trái phiếu tối đa là 5 năm, bắt đầu từ thời điểm trái phiếu được phát hành cho đến thời điểm chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu.
- Lãi suất trái phiếu: 8%/năm.

Giả sử nhà đầu tư yêu cầu tỷ suất lợi nhuận là 12% khi đầu tư trái phiếu này, dựa vào thông tin trên chúng ta có:

- Lãi được hưởng hàng năm = $1.000.000 \times 8\% = 80.000$ đồng
- Mệnh giá lúc đáo hạn = 1.000.000 đồng

$$\text{Giá trị trái phiếu đơn thuần} = \frac{80.000}{(1 + 0,12)} + \frac{80.000}{(1 + 0,12)^2} + \dots + \frac{80.000 + 1.000.000}{(1 + 0,12)^5}$$

$$= \$855,809$$

Cần lưu ý rằng giá trị trái phiếu đơn thuần là giá trị tối thiểu của trái phiếu chuyển đổi. Giá của trái phiếu chuyển đổi không thể nào xuống thấp hơn giá trái phiếu đơn thuần.

Giá trị chuyển đổi (conversion value)

Giá trị trái phiếu chuyển đổi còn phụ thuộc vào giá trị chuyển đổi. Giá trị chuyển đổi là giá ở đó trái phiếu được chuyển đổi ngay thành cổ phiếu ở mức giá thị trường của cổ phiếu. Về cơ bản, giá trị chuyển đổi được xác định bằng cách nhân số lượng cổ phiếu sẽ nhận được khi trái phiếu được chuyển đổi với giá trị thị trường của cổ phiếu.

Ví dụ 19: Minh họa cách xác định giá trị chuyển đổi của trái phiếu chuyển đổi ACB

Thông tin sử dụng để định giá:

- Mệnh giá: 1.000.000 đồng
- Số lượng cổ phiếu chuyển đổi: 100

Giả sử ở thời điểm chuyển đổi, giá thị trường của cổ phiếu ACB là 185.000 đồng. Dựa vào thông tin trên chúng ta có giá trị chuyển đổi bằng $100 \times 185.000 = 18.500.000$ đồng.

Cần lưu ý rằng giá của trái phiếu chuyển đổi cũng không thể nào thấp hơn giá trị chuyển đổi được. Tại sao? Vì nếu giá trái phiếu chuyển đổi xuống dưới mức giá trị chuyển đổi, ví dụ là 15 triệu đồng, nhà đầu tư sẽ mua ngay trái phiếu chuyển đổi ở mức giá này, sau đó đổi ra được 100 cổ phiếu ACB và bán số cổ phiếu này ra thị trường được $100 \times 185.000 = 18.500.000$ đồng và kiếm lợi ngay $18.500.000 - 15.000.000 = 3.500.000$ đồng. Nguyên tắc tránh kinh doanh chênh lệch giá không cho phép giá trái phiếu chuyển đổi thấp hơn giá trị chuyển đổi.

Giá trị quyền chọn (option value).

Giá trị trái phiếu chuyển đổi nói chung là cao hơn giá trị trái phiếu đơn thuần và giá trị chuyển đổi. Điều này xảy ra bởi vì nhà đầu tư đang nắm giữ trái phiếu không cần chuyển đổi trái phiếu ngay lập tức. Họ chờ đợi và xem xét xem trong tương lai giá trị nào sẽ lớn hơn: Giá trị trái phiếu đơn thuần hay là giá trị chuyển đổi. Sự chờ đợi này cũng có giá trị.

- Khi nào giá trị công ty thấp, giá trị của trái phiếu chuyển đổi chịu ảnh hưởng đáng kể bởi giá trị của bộ phận giá trị nợ đơn thuần. Giá trị công ty thấp có nghĩa là giá cổ phiếu thấp. Nếu giá cổ phiếu thấp hơn giá chuyển đổi (bằng mệnh giá chia cho tỷ lệ chuyển đổi) thì nhà đầu tư sẽ không chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu vì khi ấy giá trị chuyển đổi nhỏ hơn giá trị trái phiếu đơn thuần. Trong trường hợp này, giá trị quyền chuyển đổi (ví như là giá trị quyền chọn mua cổ phiếu) có giá trị bằng không và giá trị trái phiếu chuyển đổi bằng giá trị trái phiếu đơn thuần.
- Khi nào giá trị công ty cao, giá trị trái phiếu chuyển đổi chịu ảnh hưởng đáng kể bởi giá trị của bộ phận giá trị chuyển đổi. Giá trị công ty cao có nghĩa là giá cổ phiếu cao. Nếu giá cổ phiếu cao hơn giá chuyển đổi thì nhà đầu tư sẽ chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu vì khi ấy giá trị chuyển đổi lớn hơn giá trị trái phiếu đơn thuần. Trong trường hợp này, quyền chuyển đổi có giá trị bằng chênh lệch giữa giá cổ phiếu và giá chuyển đổi và giá trị trái phiếu chuyển đổi bằng giá trị chuyển đổi cộng với giá trị quyền chọn. Kết quả là:

Giá trị trái phiếu chuyển đổi = Max(Giá trị trái phiếu đơn thuần, Giá trị chuyển đổi) + Giá trị quyền chọn

Ví dụ 20: Minh họa cách định giá trái phiếu chuyển đổi ACB

Dựa vào thông tin của các ví dụ trước, bạn có thể sử dụng Excel và lập bảng tính định giá trái phiếu chuyển đổi của ACB như sau:

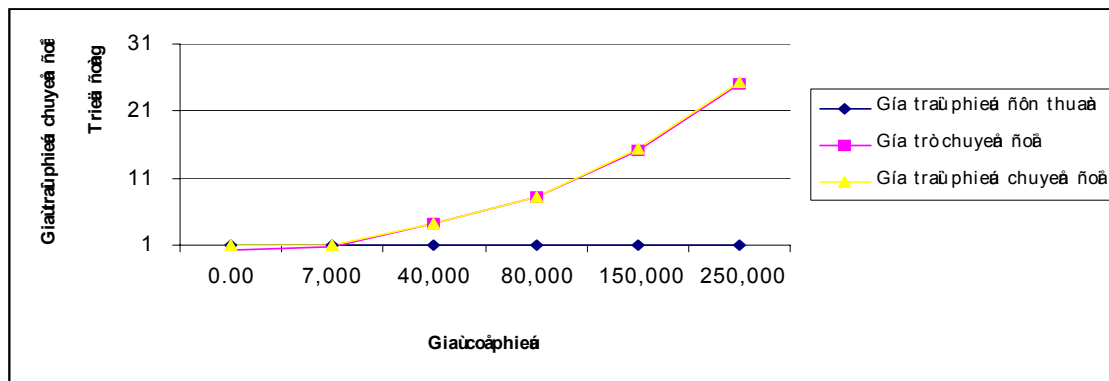
Mệnh giá	1000000					
Lãi suất	8%					
TS LN yêu cầu	12%					
Số lượng cổ phiếu đổi	100					
Giá chuyển đổi	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Giá cổ phiếu	0.00	7,000	40,000	80,000	150,000	250,000
	0	1	2	3	4	5
Dòng tiền		80,000	80,000	80,000	80,000	1,080,000
Giá trái phiếu thuần	855,809	855,809	855,809	855,809	855,809	855,809
Giá trị chuyển đổi	0	700,000	4,000,000	8,000,000	15,000,000	25,000,000
Giá quyền chọn	0	0	30,000	70,000	140,000	240,000
Giá trái phiếu chuyển đổi	855,809	855,809	4,030,000	8,070,000	15,140,000	25,240,000

Ví dụ 20: Minh họa cách định giá trái phiếu chuyển đổi ACB (tt)

Bảng tính trên đây cho thấy giá trái phiếu chuyển đổi bao gồm ba bộ phận giá trị và thay đổi tùy theo giá cổ phiếu trên thị trường.

- Nếu giá cổ phiếu nhỏ hơn giá chuyển đổi (<10.000) thì giá trị trái phiếu chuyển đổi bằng giá trị trái phiếu đơn thuần tức bằng 855.809 đồng.
- Nếu giá cổ phiếu lớn hơn giá chuyển đổi (>10.000) thì giá trị trái phiếu chuyển đổi giá trị chuyển đổi cộng giá trị quyền chọn. Cụ thể nếu giá cổ phiếu là 150.000 đồng thì giá trị chuyển đổi bằng $100 \times 150.000 = 15.000.000$ đồng và giá trị quyền chọn bằng $150.000 - 10.000 = 140.000$. Khi ấy giá trái phiếu chuyển đổi bằng $15.000.000 + 140.000 = 15.140.000$ đồng.

Bạn có thể sử dụng Excel để vẽ đồ thị minh họa giá trị trái phiếu chuyển đổi như sau:

**TÓM TẮT NỘI DUNG**

Trong bài này học viên cần nắm vững những nội dung chính sau đây:

- Nắm vững những nghiệp vụ liên quan đến đầu tư chứng khoán phi rủi ro hay đầu tư vào tín phiếu kho bạc bao gồm xác định cơ hội đầu tư, định giá và ra quyết định đầu tư tín phiếu kho bạc. Chú ý phân biệt định giá trên thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.
- Nắm vững các nghiệp vụ liên quan đến đầu tư trái phiếu bao gồm xác định cơ hội đầu tư, định giá trái phiếu các loại, phân tích sự biến động giá trái phiếu theo thời gian và lãi suất, cách xác định lợi suất đầu tư và quyết định đầu tư trái phiếu.
- Nắm vững các nghiệp vụ liên quan đến đầu tư cổ phiếu, bao gồm xác định cơ hội đầu tư, cách định giá và quyết định đầu tư cổ phiếu.
- Nắm vững các nghiệp vụ liên quan đến đầu tư chứng khoán lai bao gồm cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu chuyển đổi. Đặc biệt chú ý cách định giá trái phiếu chuyển đổi bao gồm định giá giá trị từng bộ phận: trái phiếu đơn thuần, giá trị chuyển đổi và giá trị quyền chọn.