

ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN
KHOA NGÂN HÀNG – TÀI CHÍNH

-----***-----

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Giảng viên chính: TS. Trần Đăng Khâm

trandangkham@yahoo.com; khamtd@neu.edu.vn



Hà nội 2007



CÁC WEBSITE CHÍNH

- <http://www.ssc.gov.vn>
- <http://www.vse.org.vn>
- <http://www.bsc.com.vn>
- <http://www.vCBS.com.vn>
- <http://www.ssi.com.vn>



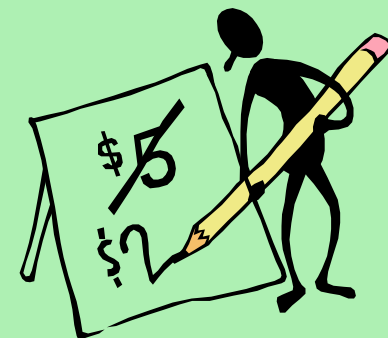
CÁC TIÊN ĐỀ CƠ BẢN

- **Mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro**
- **Giá trị thời gian của tiền**
- **Tiền – Không lợi tức – Là vua**
- **Mục tiêu của doanh nghiệp**
- **Vấn đề đại lý**
- **Tác động của thuế**



LỢI NHUẬN VÀ PHƯƠNG PHÁP XÁC ĐỊNH LỢI NHUẬN

- Là phần chênh lệch giữa doanh thu và chi phí
- Lợi nhuận thực tế, lợi nhuận kỳ vọng
- Lợi nhuận tuyệt đối, lợi nhuận tương đối



Ví dụ 1. Bạn đầu tư cổ phiếu đầu năm 2003 với giá 50 USD, bạn nhận cổ tức 5 USD/năm cho mỗi cổ phiếu và bán cổ phiếu cuối năm 2005 với giá 100 USD. Năm 2004, bạn nhận trái quyền và bán với giá 10 USD. Lợi tức của bạn là bao nhiêu?

■ Lợi nhuận tuyệt đối = $(100 - 50) + 5 \times 3 + 10 = 75$ USD

■ Tỷ lệ hoàn vốn:

$$HPR = (P_t + D + I_z) / P_0 = (100 + 3 \times 5 + 10) / 50 = 2,5$$

■ Tỷ suất lợi nhuận

$$HPY = HPR - 1 = \{(P_t - P_0) + D + I_z\} / P_0 = 1,5$$

■ Tỷ suất lợi nhuận một năm sẽ là bao nhiêu?

$$HPY = \frac{HPY}{1 + HPY} = 1,224745$$

Ví dụ 2:

$$AM = \sum HPY/n = 0,367677$$

$$HPY_{\text{theo năm}} = GM = (\prod HPR)^{1/n} - 1 = 0,357209$$

$$HPR_{\text{theo năm}} = 1,357209$$

$$HPR_{\text{theo năm}} = \sqrt[n]{HPR_1 \cdot HPR_2 \cdot HPR_3 \dots HPR_n}$$

Năm	P0	P1	HPR	HPY
2003	50	75	1.500000	0.500000
2004	75	110	1.466667	0.466667
2005	110	125	1.136364	0.136364

LỢI TỨC KỲ VỌNG

- **Tỷ lệ lợi tức kỳ vọng: Tỷ lệ lợi tức dự tính; Tỷ lệ lợi tức bình quân**

$$E_{(R)} = \sum p_i \times E_{(R_i)}$$

- **Tỷ lệ lợi tức yêu cầu: Tỷ lệ lợi tức tối thiểu cân bằng với rủi ro**

$$R = i + p + b + f + m + o$$

Trong đó:

I - mức lãi suất thực không rủi ro

p - phần bù rủi ro sức mua

b - phần bù rủi ro kinh doanh

f - phần bù rủi ro tài chính

m - phần bù rủi ro thị trường

o - phần bù rủi ro khác.

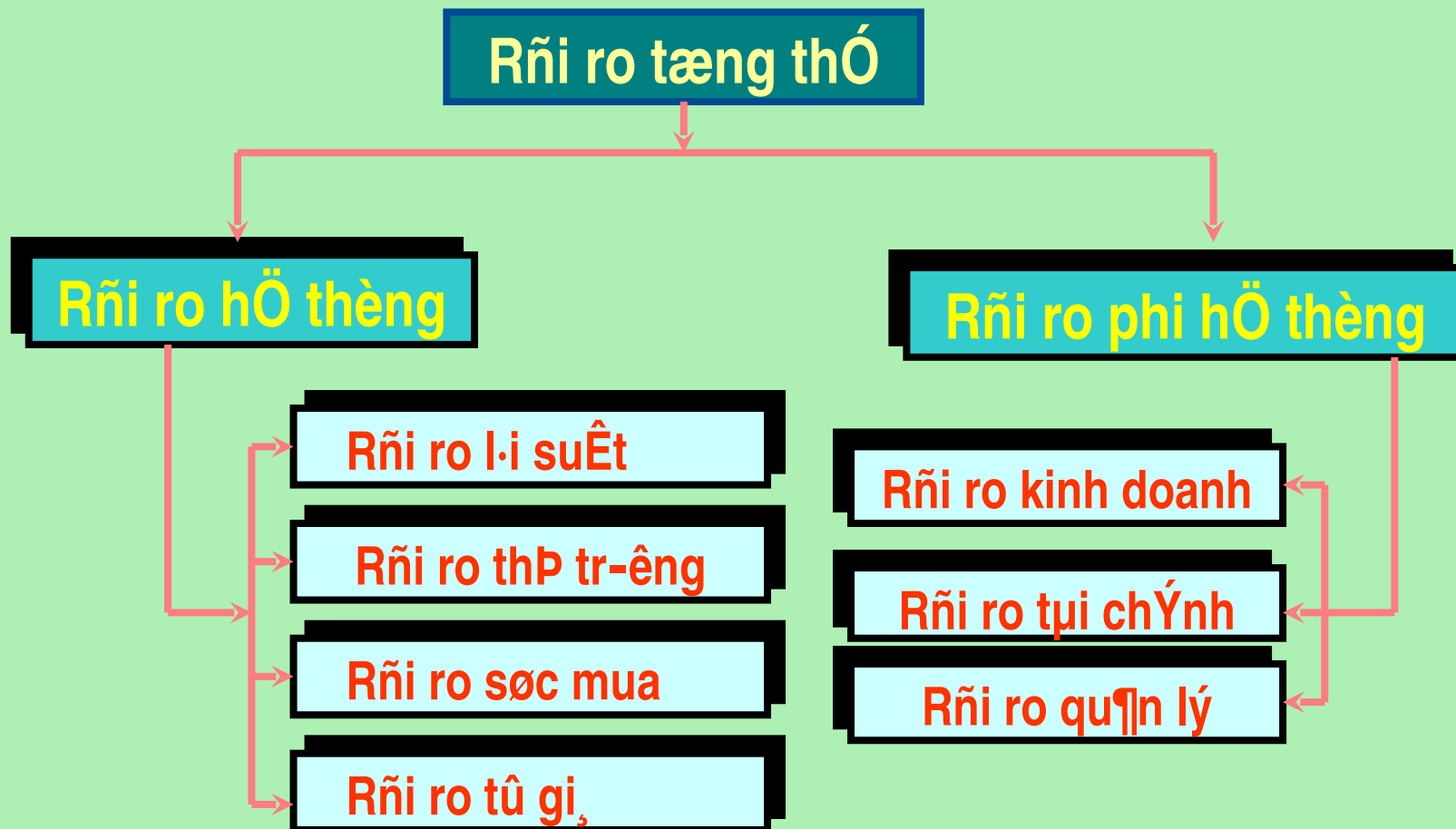
RỦI RO

Khả năng xảy ra các biến cố không lường trước, khi xảy ra,

thu nhập thực tế khác sai so với thu nhập dự tính

Đo lường rủi ro bằng phương sai, độ lệch chuẩn, hệ số β

Rñi ro hÖ thèng vµ rñi ro phi hÖ thèng



RỦI RO

Rủi ro hệ thống

- ◆ **Rủi ro thị trường:** Sự biến động giá chứng khoán do phản ứng của các nhà đầu tư
- ◆ **Rủi ro lãi suất:** Sự bất ổn của giá chứng khoán do tác động của lãi suất
- ◆ **Rủi ro sức mua:** Tác động của lạm phát
- ◆ **Rủi ro chính trị:** Do tác động bởi bất ổn chính trị

RỦI RO (tiếp)

■ Rủi ro phi hệ thống

- ◆ Rủi ro kinh doanh: Sự biến động giá chứng khoán do những thay đổi trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (Tác động từ bên trong và bên ngoài doanh nghiệp)
- ◆ Rủi ro tài chính: Liên quan đến sử dụng đòn bẩy tài chính
- ◆ Rủi ro tỷ giá: Liên quan đến sự thay đổi tỷ giá
- ◆ Rủi ro thanh khoản: Liên quan đến điều kiện giao dịch

VÍ DỤ VỀ XÁC ĐỊNH LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO

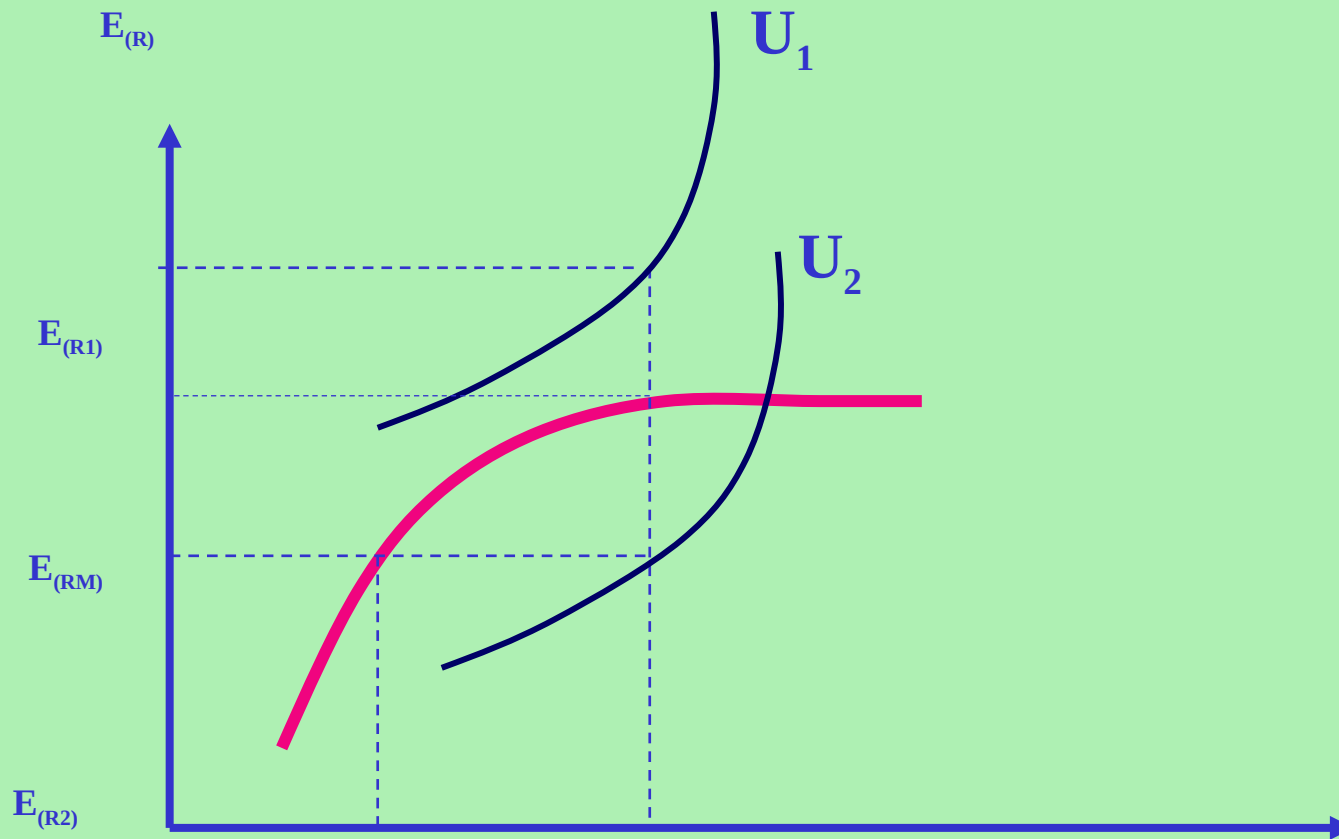
	Xác suất (P_i)	Lợi nhuận ($E_{(R_i)}$)
Kinh tế tăng trưởng thấp	0,25	- 5%
Kinh tế tăng trưởng trung bình	0,50	15%
Kinh tế tăng trưởng cao	0,25	35%

$$E_{(R)} = \sum p_i \times E_{(R_i)} = 0,25 \times (-0,005) + 0,5 \times 0,15 + 0,25 \times 0,35 = \mathbf{0,15}$$

$$\begin{aligned} \text{Var}(R_i) &= \sum p_i (E_{(R)} - E_{(R_i)})^2 \\ &= 0,25 \{(-0,5) - 0,15\} + 0,5(0,15 - 0,15) + 0,25(0,35 - 0,15) \\ &= \mathbf{0,02} \end{aligned}$$

$$\text{SD}(R_i) = \text{Var}(R_i)^{1/2} = \mathbf{0,1414}$$

MỐI QUAN HỆ GIỮA LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO



GIÁ TRỊ THỜI GIAN CỦA TIỀN

- Giá trị của một đồng tiền ở các thời điểm khác nhau là khác nhau
- Để ra quyết định đầu tư, cần so sánh trên cùng một đơn vị giá trị thời gian của tiền
- Quy đổi theo giá trị hiện tại hoặc giá trị tương lai
 - ◆ $PV = I_t / (1+k)^t$
 - ◆ $FV = C(1+i)^t$

Các loại lãi suất

- Lãi đơn: Xác định khi trả lãi định kỳ
- Lãi gộp: Lãi được nhập tính vào gốc để tính lãi cho kỳ sau
 - ◆ Gộp lãi rời rạc: $FV = C(1+i)^t \leftrightarrow PV = I_t/(1+k)^t$
 - ◆ Gộp lãi liên tục: $FV = C \times e^{iT} \leftrightarrow PV = I_t \times e^{-kT}$
- Trong trường hợp chúng ta tăng dần tần suất gộp lãi vào vốn thì kết quả của việc tăng ấy sẽ là một lãi suất có sự gộp lãi vào vốn liên tục
- 100 USD sẽ tăng $100e^{iT}$ USD khi đầu tư với một lãi suất i có sự gộp lãi vào vốn liên tục trong khoảng thời gian T
- 100 USD nhận vào thời gian T chiết khấu thành $100e^{-kT}$ USD vào thời điểm 0 khi sử dụng tỷ suất chiết khấu liên tục k

Các loại lãi suất (tiếp theo)

- Lãi suất zero: Lãi suất zero thời điểm đáo hạn T là lãi suất phát sinh từ một khoản đầu tư mà kết quả đầu tư chỉ có ở thời điểm T

■ Ví dụ:

Đáo hạn (năm)	Lãi suất zero (% gộp lãi liên tục)
0.5	5.0
1.0	5.8
1.5	6.4
2.0	6.8

- Ví dụ: Xác định giá trị khoản vay với thời hạn 2 năm, lãi suất danh nghĩa 6% năm, trả lãi 6 tháng/lần. Áp dụng bảng lãi trên, ta có:

$$3e^{-0.05 \times 0.5} + 3e^{-0.058 \times 1.0} + 3e^{-0.064 \times 1.5} \\ + 103e^{-0.068 \times 2.0} = 98.39$$

Tỷ suất lợi nhuận

- Tỷ suất lợi nhuận là lãi suất chiết khấu sao cho giá trị hiện tại các khoản lãi kỳ hạn thu được từ khoản đầu tư bằng với giá thị trường ở thời điểm hiện tại
- Giả định: Bạn bỏ 98.39 USD ở thời điểm hiện tại để có một trái quyền nhận 3 USD mỗi 6 tháng và nhận gốc sau 2 năm.
- Tỷ suất lợi nhuận (gộp lãi liên tục) được tính bằng cách giải phương trình sau

$$3e^{-y \times 0.5} + 3e^{-y \times 1.0} + 3e^{-y \times 1.5} + 103e^{-y \times 2.0} = 98.39$$

kết quả là $y = 0.0676$ hay 6.76%.

Bảng dữ liệu

Vốn gốc trái phiếu (USD)	Thời gia đáo hạn (năm)	Lãi danh nghĩa hàng năm (USD)	Giá trái phiếu bằng tiền (USD)
100	0.25	0	97.5
100	0.50	0	94.9
100	1.00	0	90.0
100	1.50	8	96.0
100	2.00	12	101.6

Xác định lãi suất - Phương pháp Bootstrap

- Một giá trị 2.5 nhận được từ một khoản đầu tư 97.5 sau 3 tháng.
- Lãi suất kỳ hạn 3 tháng là 4 lần tỷ lệ $2.5/97.5$ hay 10.256% gộp lãi định kỳ hàng quý
- Ở đây lãi suất gộp lãi liên tục là 10.127%
- Tương tự với kỳ hạn 6 tháng và 1 năm lãi suất gộp lãi liên tục sẽ lần lượt là 10.469% và 10.536%

Phương pháp Bootstrap (tiếp theo)

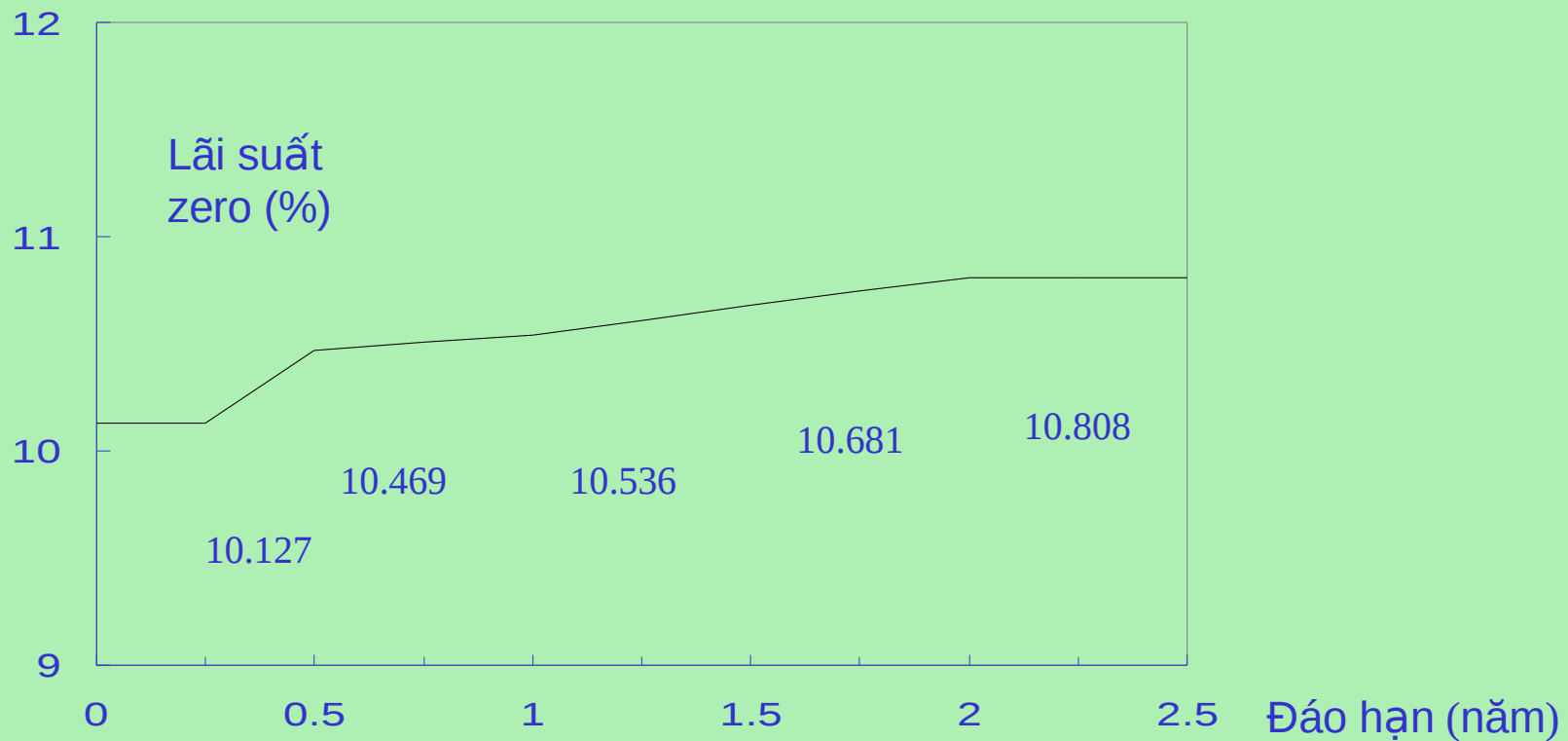
- Tính lãi suất 1.5 năm sử dụng công thức

$$4e^{-0.10469 \times 0.5} + 4e^{-0.10536 \times 1.0} + 104e^{-R \times 1.5} = 96$$

tính ra $R = 0.10681$ hay 10.681%

- Tương tự kỳ hạn 2 năm sẽ là 10.808%

Đường lãi suất zero tính từ cơ sở dữ liệu



TIỀN – KHÔNG LỢI TỨC – LÀ VUA



MỤC TIÊU CỦA DOANH NGHIỆP

■ Cổ đông mong đợi gì?

- ◆ Cổ tức cao?
- ◆ Giá trị cổ phiếu tăng?
- ◆ Quyền kiểm soát doanh nghiệp?



■ Tối đa hoá giá trị tài sản của doanh nghiệp?

■ Tối đa hoá giá trị tài sản của CSH: Tăng càng nhiều càng tốt

VẤN ĐỀ ĐẠI LÝ



- Các nhà quản lý luôn vì quyền lợi của bản thân hơn là vì quyền lợi của cổ đông
 - ◆ Không được nhiều hơn cổ đông khác
 - ◆ Mất nhiều hơn các cổ đông khác
 - ◆ Phải thoả mãn yêu cầu của cổ đông vì phiếu bầu
- Mục tiêu của doanh nghiệp: “Tối đa hoá giá trị cổ phiếu hay duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định thị giá cổ phiếu”

TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ TỚI CÁC QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH

- Thu nhập của cổ đông là thu nhập sau thuế
- Nộp thuế đúng, đủ. Nộp thừa là sự đại dột
- Các nhà quản trị tài chính có nghĩa vụ làm giảm số thuế phải nộp của cổ đông
- Mọi quyết định tài chính đều phải được cân nhắc tác động của thuế

THẢO LUẬN TÌNH HUỐNG 1

■ Vay 1000 USD trong 3 năm, mỗi năm trả 500 USD

◆ Lợi tức 50% trong 3 năm

◆ Rủi ro:

- Rủi ro phá sản
- Rủi ro đạo đức
- Rủi ro lãi suất
- Rủi ro thanh khoản
- Rủi ro tỷ giá



THẢO LUẬN TÌNH HUỐNG 1

$$1000 = 500/(1+k)^1 + 500/(1+k)^2 + 500/(1+k)^3$$

Trong đó:

- k là lãi suất chiết khấu, lãi suất hoàn vốn hay tỷ lệ lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư
- Dấu bằng thể hiện quan hệ so sánh trên cùng một đơn vị giá trị thời gian của tiền, rủi ro bị triệt tiêu

THẢO LUẬN TÌNH HUỐNG 2

Công ty A quyết định giảm lương công nhân và quản lý nhằm tăng cổ tức trả cho cổ đông



- Lương khác cổ tức
- Lương được khấu trừ thuế, cổ tức lấy từ lợi nhuận sau thuế
- Giảm lương làm giảm hiệu quả sử dụng lao động
- Đây là chính sách sai lầm, làm thiệt hại cho cổ đông
- Giá cổ phiếu giảm

CHỦ ĐỀ 2. TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Nội dung

- Khái niệm chứng khoán và thị trường chứng khoán
- Cấu trúc thị trường chứng khoán
- Vai trò của thị trường chứng khoán
- Giả thuyết thị trường hiệu quả



KHÁI NIỆM CHỨNG KHOÁN

- Là tài sản tài chính
- Xác nhận quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản của tổ chức phát hành (Doanh nghiệp, Chính Phủ, Chính quyền địa phương)
- Biểu hiện dưới dạng chứng chỉ, bút toán ghi sổ, hoặc file dữ liệu điện tử
- Liên quan đến hoạt động góp vốn hoặc cho vay
- Có thể mua bán được bởi mang lại thu nhập cho chủ sở hữu hoặc tích trữ giá trị

ĐẶC ĐIỂM CỦA CHỨNG KHOÁN

- Không khấu hao như các tài sản thực, hình thái của nó thường không liên quan đến giá trị thực của chúng.
- Chi phí vận chuyển và cất trữ nhỏ
- Tài sản tài chính dễ dàng có thể thay đổi hình thái hoặc thay thế cho các tài sản khác
- Là tài sản đầu tư nên chứa đựng tính sinh lời và tính rủi ro
- Khả năng thanh khoản cao

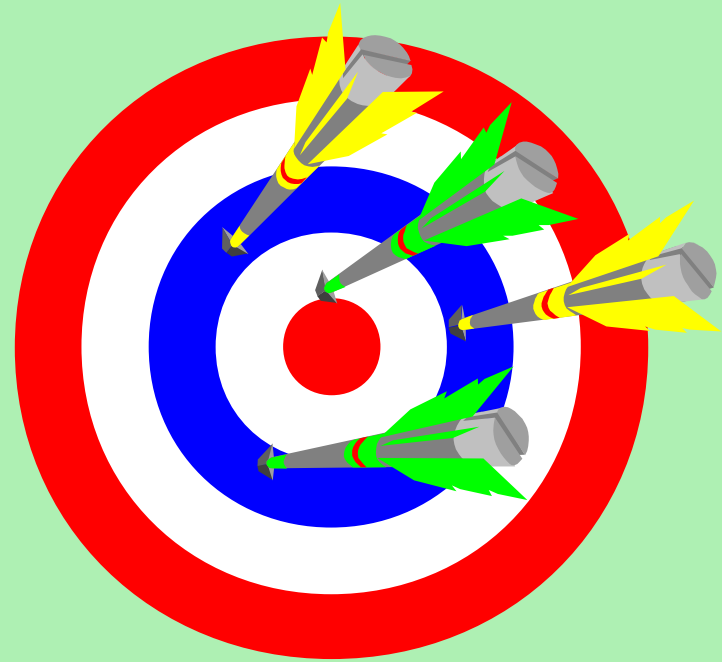
CÁC DẠNG CHỨNG KHOÁN CƠ BẢN

1. **Cổ phiếu**, xác nhận quyền yêu cầu về tài sản và thu nhập của tổ chức phát hành – công ty cổ phần, bao gồm cổ phiếu thường (cổ phiếu phổ thông) và cổ phiếu ưu đãi.
2. **Trái phiếu**, xác nhận quyền đòi nợ (vốn và lãi) của trái chủ đối với tổ chức phát hành, bao gồm Trái phiếu Chính Phủ, Trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu doanh nghiệp (Trái phiếu công nghiệp)
3. **Chứng khoán phái sinh**, là sản phẩm phái sinh từ chứng khoán gốc như: hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn, ...

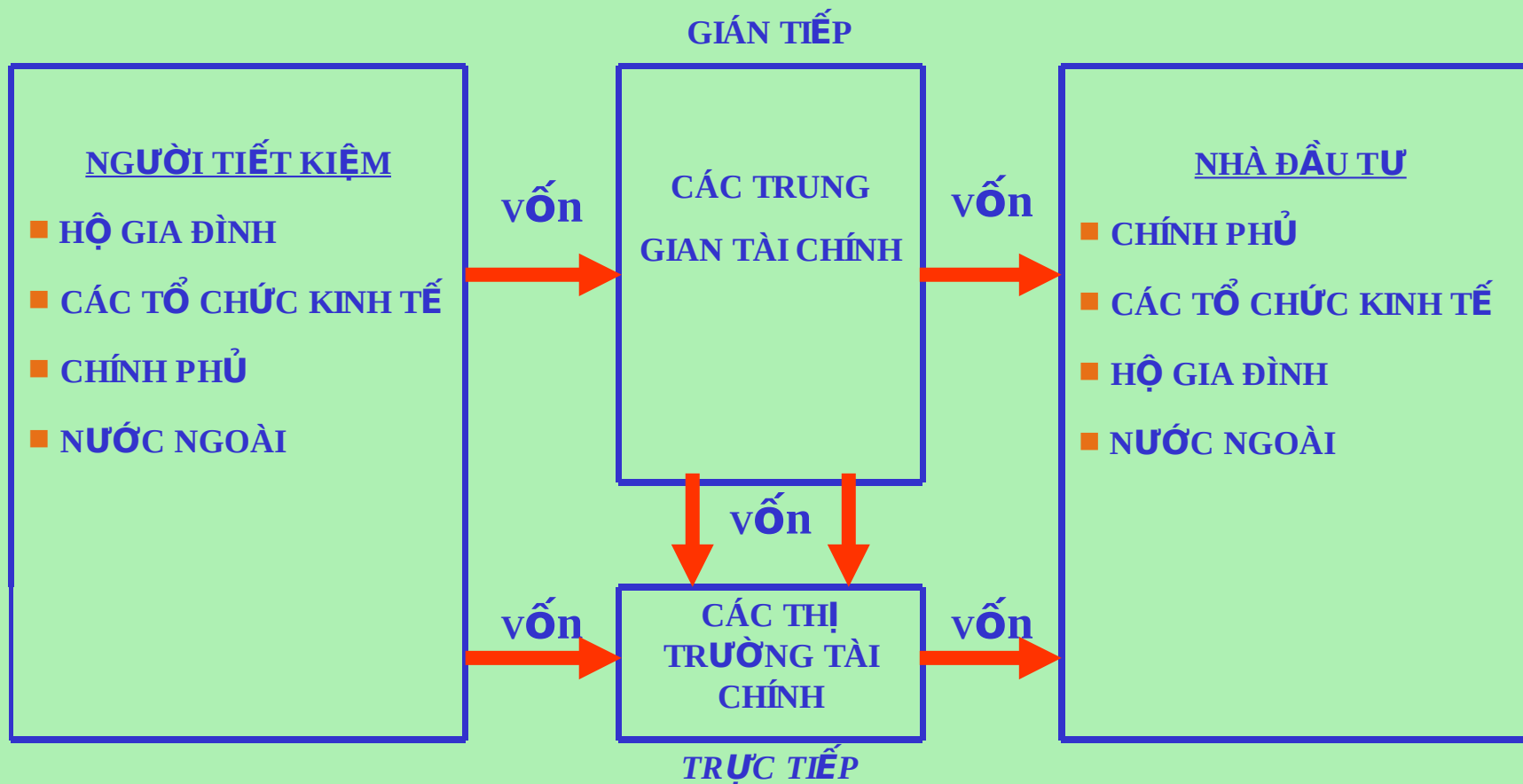
4. **Các chứng khoán ngắn hạn**: Thương phiếu; tín phiếu

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

- Thị trường cổ phiếu?
- Sở giao dịch chứng khoán?
- Thị trường vốn?
- Nơi mua bán, trao đổi các loại chứng khoán?



THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH



THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

THỊ TRƯỜNG TIỀN

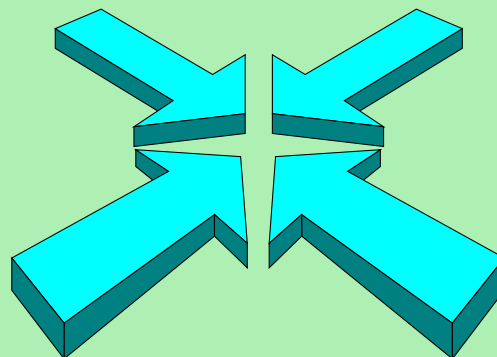
TT VỐN CỔ PHẦN

TT TÍN DỤNG

THỊ TRƯỜNG VỐN

THỊ TRƯỜNG NỢ

TT CHỨNG KHOÁN



THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

- Là nơi trao đổi, mua bán, giao dịch các loại chứng khoán
- Được thực hiện theo những quy tắc được ấn định trước
- Có bước phát triển từ thấp đến cao, từ đơn giản đến phức tạp
- Xu hướng phát triển:
 - ◆ Tăng cường sự can thiệp của Nhà nước: Khuyến khích, quản lý Nhà nước
 - ◆ Phát triển các công cụ mới tăng tính hấp dẫn, đảm bảo an toàn cho nhà đầu tư
 - ◆ Đổi mới kỹ thuật giao dịch, phát triển cơ sở vật chất kỹ thuật, thông tin
 - ◆ Phát triển nhiều thị trường: SGD, OTC, Thị trường các công cụ dẫn suất
 - ◆ Đẩy mạnh sự tham gia của các trung gian tài chính
 - ◆ Hiện đại hoá thị trường trái phiếu Chính Phủ
 - ◆ Cải thiện môi trường kinh doanh

THÀNH VIÊN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

- **Cơ quan quản lý Nhà nước:** Ủy ban chứng khoán quốc gia
- **Cơ quan quản lý thị trường:**
 - ◆ Sở giao dịch chứng khoán; Trung tâm OTC
 - ◆ Hiệp hội chứng khoán
- **Các thành viên – các tổ chức cung cấp dịch vụ:**
 - ◆ Phụ thuộc mô hình kinh doanh chứng khoán
 - ◆ Các C.ty chứng khoán; C.ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán
 - ◆ NH giám sát; NH thanh toán; tổ chức lưu ký; kiểm toán; ...

THÀNH VIÊN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

■ Nhà đầu tư chứng khoán

- ◆ Nhà đầu tư có tổ chức; Nhà đầu tư cá nhân; NĐT nước ngoài
- ◆ Đầu tư cổ phiếu, trái phiếu, Hỗn hợp
- ◆ Đầu tư ngân quỹ; Hưởng lợi; nắm quyền kiểm soát
- ◆ Đầu cơ; Kinh doanh giảm giá; kinh doanh chênh lệch giá

■ Các tổ chức phát hành: Chính phủ; Doanh nghiệp; Quỹ đầu tư

■ Công ty chứng khoán

■ Quỹ đầu tư chứng khoán

- ◆ Quỹ dạng đóng, quỹ dạng mở
- ◆ Quỹ đại chúng, Quỹ thành viên
- ◆ Quỹ tín thác, công ty đầu tư

MÔ HÌNH QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

- **Quản lý Nhà nước:** Ủy ban chứng khoán Quốc gia
 - ◆ Trực thuộc Quốc hội
 - ◆ Trực thuộc Chính Phủ: Cơ quan ngang bộ
 - ◆ Trực thuộc Bộ Tài chính

- **Hình thức tự quản**
 - ◆ Sở GDCK, Trung tâm OTC
 - ◆ Hiệp hội chứng khoán

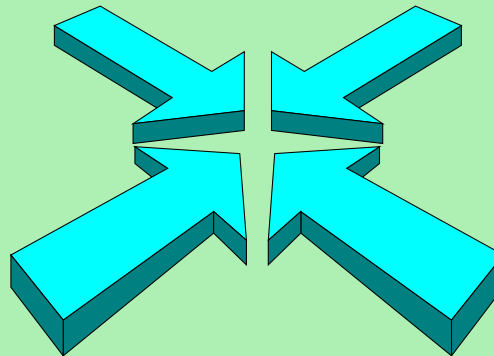
CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

CẤU TRÚC HÀNG HOÁ

TT TRÁI PHIẾU

TT CỔ PHIẾU

TT CÔNG CỤ DẪN SUẤT

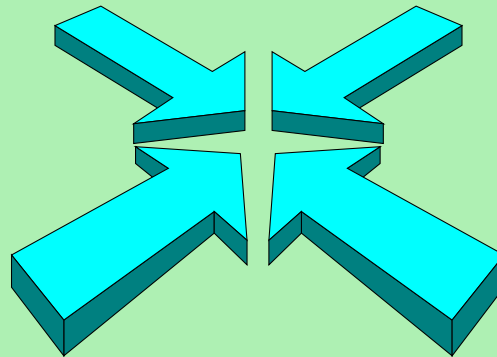


CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

CẤU TRÚC GIAO DỊCH

THỊ TRƯỜNG GIAO NGAY

THỊ TRƯỜNG KỶ HẠN

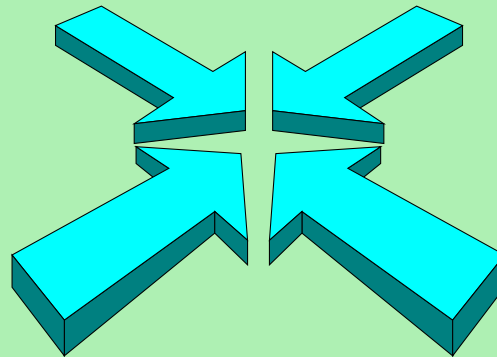


CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

CẤU TRÚC LUÂN CHUYỂN TƯ BẢN

THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP



THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP (THỊ TRƯỜNG CẤP 1)

- Thị trường phát hành chứng khoán
- Giá phát hành, được ấn định, hoặc qua đấu giá
- Việc mua bán chứng khoán làm tăng giá trị vốn cho tổ chức phát hành – Luân chuyển tư bản thực
- Phát hành riêng lẻ; Phát hành ra công chúng
- Phát hành sơ cấp; Phát hành thứ cấp
- Tự phát hành; Đại lý phát hành; Bảo lãnh phát hành

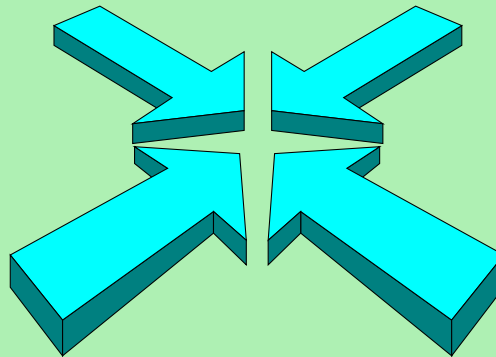
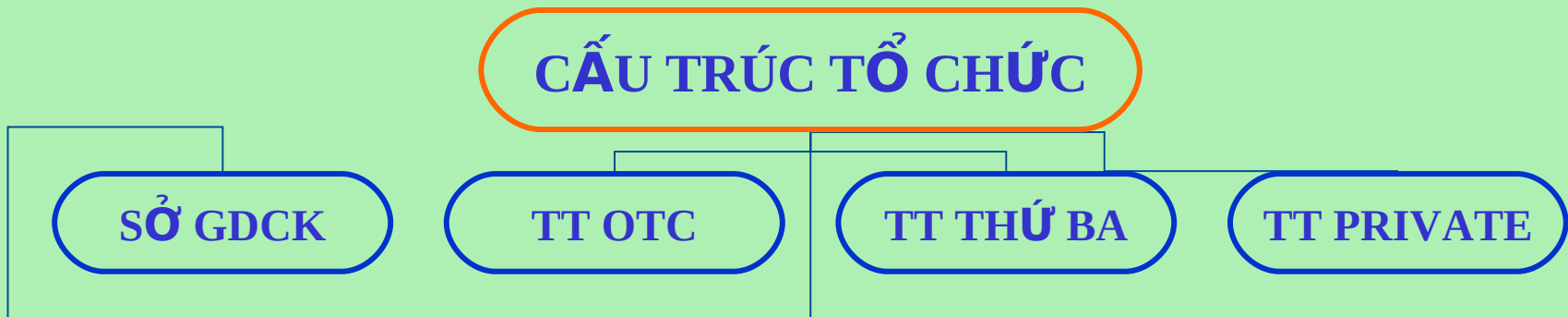
THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP (THỊ TRƯỜNG CẤP 2)

- Mua bán lại chứng khoán đã được phát hành
- Thị giá, phụ thuộc giá trị và quan hệ cung cầu
- Việc mua bán chứng khoán không làm thay đổi lượng vốn đã huy động của nhà phát hành – Luân chuyển tư bản giả
- Phương thức giao dịch:
 - ◆ Đấu giá
 - ◆ Thoả thuận

QUAN HỆ GIỮA TT SƠ CẤP VÀ TT THỨ CẤP

- Thị trường thứ cấp làm giảm chi phí vốn do giảm rủi ro
 - ◆ Tăng tính thanh khoản cho chứng khoán
 - ◆ Tạo điều kiện quản lý danh mục đầu tư linh hoạt
- Tạo cơ chế chuyển thời hạn của vốn
- Tạo cơ chế phân phối vốn có hiệu quả
 - ◆ Cơ chế bàn tay vô hình
 - ◆ Cơ chế thu tóm và sáp nhập
- Kích thích tăng hiệu quả kinh doanh: Thông tin; áp lực thu tóm, sáp nhập; cơ chế giám sát hiệu quả
- Xác định danh mục chi phí vốn
- Định giá công ty

CẤU TRÚC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN



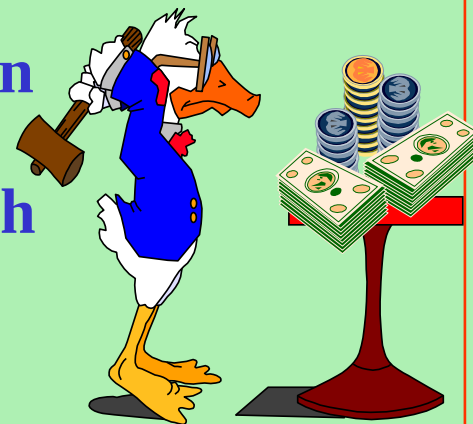
SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

Tính chất thị trường

- Thị trường tập trung
- Thị trường chính thức
- Thị trường không có người mua người bán cuối cùng
- Thị trường mua bán chứng khoán được chuẩn hoá

Nguyên tắc hoạt động

- Tập trung
- Công khai
- Trung gian
- Minh bạch
- Đấu giá





MÔI GIỚI CHỨNG KHOÁN

- **Môi giới lập giá:** Chuyên gia
 - ◆ Tạo thị trường liên tục
 - ◆ Thực hiện 2 nhiệm vụ: Môi giới và kinh doanh chứng khoán
- **Môi giới thông thường:** Thực hiện đơn chức năng
- **Môi giới “2 Đôla”:** Môi giới độc lập, Môi giới tập sự

TIÊU CHUẨN NIÊM YẾT

■ *Tiêu chuẩn định lượng*

- ◆ Quy mô vốn chủ sở hữu
- ◆ Mức và tỷ lệ chứng khoán do công chúng nắm giữ
- ◆ Thời gian hoạt động
- ◆ Khả năng sinh lời
- ◆ Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu

■ *Tiêu chuẩn định tính*

- ◆ Triển vọng của công ty
- ◆ Phương án khả thi trong huy động và sử dụng vốn
- ◆ Cơ cấu tổ chức; năng lực quản lý
- ◆ Nghị quyết của ĐHCĐ về việc trở thành công ty đại chúng
- ◆ Tiêu chuẩn khác

LỢI THẾ VÀ BẤT LỢI THẾ CỦA NIÊM YẾT

Lợi thế

- Tăng uy tín doanh nghiệp
- Tạo lợi thế cạnh tranh
 - ◆ Thị trường tài chính
 - ◆ Thị trường hàng hoá
 - ◆ Thị trường lao động
- Cải thiện công tác quản lý
- Tăng tính thanh khoản
- Ưu đãi: Thuế, phí, dịch vụ
- Cơ chế giám sát hiệu quả

Bất lợi thế

- Lộ thông tin
- Bắt buộc kiểm toán
- Áp lực cạnh tranh
- Tạo áp lực về tăng trưởng
- Tốn kém chi phí
- Nguy cơ thâm tóm, sáp nhập
- Chế độ kiểm soát cổ đông lớn

GIAO DỊCH TRÊN THỊ TRƯỜNG TẬP TRUNG

Các lệnh cơ bản

- Lệnh thị trường
- Lệnh giới hạn
- Lệnh huỷ bỏ
- Lệnh dừng
- Lệnh ATO
- Các định chuẩn lệnh

Đấu giá

- Phương thức đấu giá
 - ◆ *Đấu giá thời điểm*
 1. Kiểu Anh Mỹ
 2. Kiểu Hà Lan
 - ◆ *Đấu giá liên tục*
- Phương thức thoả thuận

Ví dụ 1 khớp lệnh thời điểm sử dụng lệnh thị trường

Mua		Giá	Bán	
Lệnh	Tích lũy		Tích lũy	Lệnh
(001) 600	600	Thị trường		
(002) 300	<u>900</u>	68	2100	(009) 400
(003) 500	<u>1400</u>	67	1700	(008) 300
(004) 400	1800	66	<u>1400</u>	(007) 500
(004) 300	2100	65	<u>900</u>	(006) 400
(005) 200	2200	64	<u>500</u>	(010) 300
		Thị trường	200	(011) 200

Ví dụ 2 khớp lệnh thời điểm sử dụng lệnh ATO

Mua		Giá	Bán	
Lệnh	Tích lũy		Tích lũy	Lệnh
<u>(001) 300</u>	+300	ATO		
(002) 300	<u>300 + 300</u>	68	1900 + 200	(009) 400
(003) 500	<u>800 + 300</u>	67	1500 + 200	(008) 300
(004) 400	1200 + 300	66	<u>1200 + 200</u>	(007) 500
(004) 300	1500 + 300	65	<u>700 + 200</u>	(006) 400
(005) 200	1700 + 300	64	<u>300 + 200</u>	(010) 300
		ATO	+200	(011) 200
(001) Mua 200				

MÔ HÌNH TỔ CHỨC SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

- Tổ chức phi lợi nhuận
- Tổ chức tự chế định (Tự quản)
- Công ty tư nhân
- Công ty trách nhiệm hữu hạn
- Công ty cổ phần
- Công ty cổ phần có sự tham gia của Nhà nước

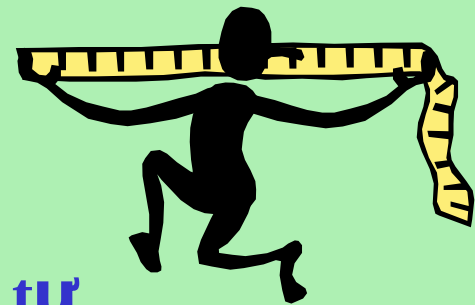


CƠ CẤU TỔ CHỨC SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN



VAI TRÒ CỦA SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

- Giảm chi phí giao dịch; chi phí tìm kiếm và xử lý thông tin
- Giảm rủi ro trong giao dịch chứng khoán
- Hệ thống thông tin hoàn hảo
- Tạo điều kiện công bằng cho các nhà đầu tư
- Tạo cơ chế kiểm soát mang tính xã hội hoá cao
- Tạo cơ chế cho thị trường hoàn hảo

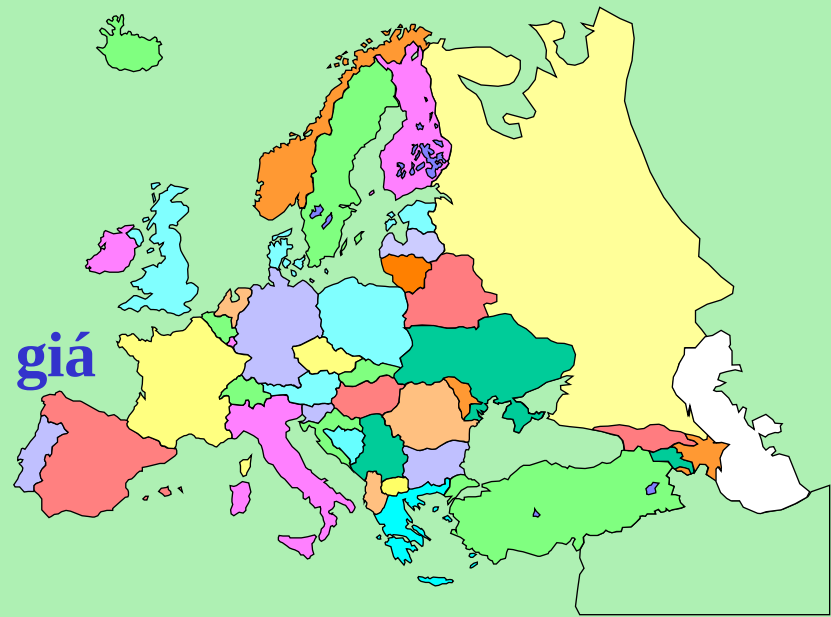


THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH QUA QUẦY (OTC)

- **Thị trường của các nhà buôn – Nhà tạo lập thị trường**
 - ◆ **Nắm giữ lượng chứng khoán đủ lớn**
 - ◆ **Sẵn sàng mua và bán theo mức giá đã cam kết**
- **Cổ phiếu của các công ty tăng trưởng, công ty công nghệ cao**
- **Thường hoạt động theo cơ chế tự quản**
- **Phương thức giao dịch thoải thuận**
- **Thị trường phi tập trung, hoạt động qua mạng diện rộng**
- **Phương thức thanh toán linh hoạt**

CƠ CHẾ XÁC LẬP GIÁ TRÊN THỊ TRƯỜNG OTC

- Giá cả quyết định bởi các nhà tạo lập thị trường
- Phương thức tính giá:
 - ◆ Tính hoa hồng
 - ◆ Kê giá
 - ◆ Vừa tính hoa hồng, vừa kê giá



Thị trường thứ ba

- Dành cho giao dịch khối
- Các giao dịch theo chúc thư, hợp đồng

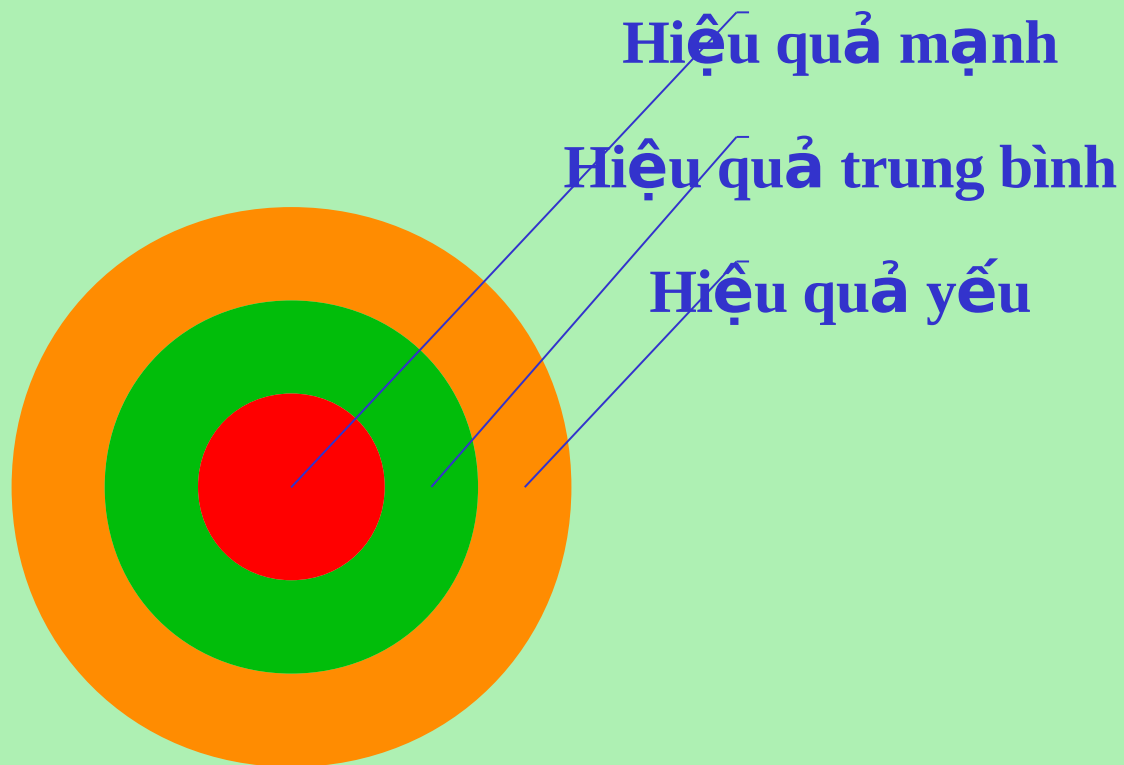
Thị trường Private

- Là thị trường của các công ty nhỏ và vừa
- Giao dịch chủ yếu diễn ra trong nội bộ
- Khả năng tăng trưởng cao, song rủi ro lớn
- Liên quan đến hoạt động đầu tư mạo hiểm, nắm quyền kiểm soát

THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

- Là thị trường không có ma sát
- Chi phí tích tụ tập trung phân phối vốn là nhỏ nhất
- Phân phối vốn có hiệu quả: Xác lập giá + Thâu tóm
- Thị trường chứng khoán hoàn hảo nhất
 - ◆ Thông tin hoàn hảo
 - ◆ Cạnh tranh hoàn hảo
 - ◆ Sự can thiệp của Nhà nước thấp nhất

BA MỨC HIỆU QUẢ CỦA THỊ TRƯỜNG



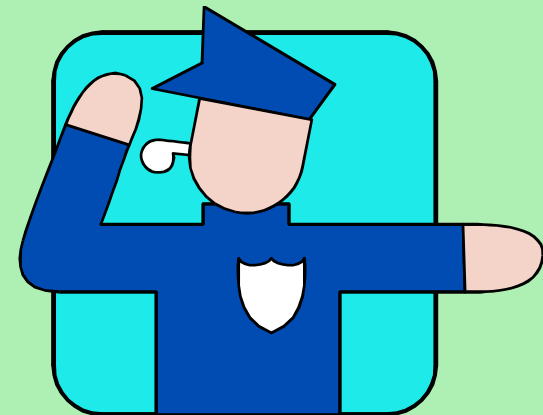
Ý NGHĨA CỦA GIẢ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

■ Trong phân tích chứng khoán

- ◆ Phân tích kỹ thuật
- ◆ Phân tích cơ bản

■ Trong quản lý thị trường:

- ◆ Xây dựng chính sách phát triển thị trường
- ◆ Tổ chức và quản lý thị trường
- ◆ Trang bị kỹ thuật, hệ thống thông tin



ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN
KHOA NGÂN HÀNG – TÀI CHÍNH

-----***-----

CHỨNG KHOÁN VÀ ĐỊNH GIÁ CHỨNG KHOÁN

Giảng viên chính: TS.Trần Đăng Khâm

trandangkham@yahoo.com; khamtd@neu.edu.vn



Hà nội 2007



TS. Trần Đăng Khâm 2007

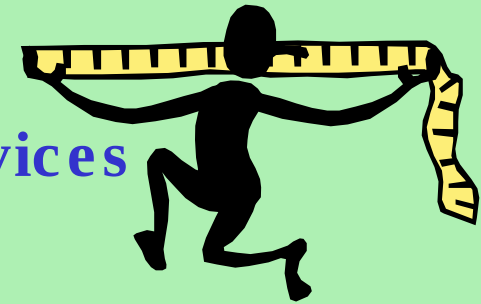
TRÁI PHIẾU

- Là một “tờ giấy” mà với nó, nhà phát hành cam kết hoàn trả theo các điều khoản ghi trên trái phiếu
- Là giấy xác nhận nợ của tổ chức phát hành với trái chủ
- Các điều khoản:
 - ◆ Mệnh giá
 - ◆ Lãi suất danh nghĩa
 - ◆ Lãi suất thực
 - ◆ Kỳ hạn
 - ◆ Các điều khoản khác



TRÁI PHIẾU

- **Hạng của trái phiếu**
- **Các tổ chức xếp hạng chuyên nghiệp**
 - ◆ Standard & Poor; Moody; First Services
- **Tiêu thức xếp hạng: Đánh giá rủi ro**
 - ◆ Rủi ro chung
 - ◆ Rủi ro ngành
 - ◆ Rủi ro khu vực
 - ◆ Rủi ro của tổ chức phát hành
 - ◆ Rủi ro quốc gia
 - ◆ Rủi ro của dự án
- **Các hạng cơ bản: AAA⁺⁺ ; AAA⁺ ; AAA ; AAA⁻ ; AAA⁻⁻ ; AA ; A ; BBB ; BB ; B ; CCC ; CC ; C ; ... D**



TÍNH CHẤT CỦA TRÁI PHIẾU

- Là công cụ huy động nợ dài hạn khá hiệu quả
- Tính thanh khoản cao, thường do các TGTC, các nhà đầu tư lớn nắm giữ
- Thường giao dịch trên thị trường OTC, tính thanh khoản cao
- Trái chủ không có quyền kiểm soát
- Doanh nghiệp được hưởng tiết kiệm thuế
- Chi phí khá cao, do vậy, quy mô huy động phải đủ lớn
- Tổ chức phát hành bị ràng buộc bởi nghĩa vụ thanh toán

PHÂN LOẠI TRÁI PHIẾU

- *Phân loại theo tổ chức phát hành:* Chính phủ; Chính quyền địa phương; Doanh nghiệp
- *Phân loại theo mức độ rủi ro:* Trái phiếu cầm cố; Giấy nhận nợ; Trái phiếu mạo hiểm; Trái phiếu quốc tế
- *Phân loại theo khả năng chuyển nhượng:* Trái phiếu vô danh; Trái phiếu ghi danh; Trái phiếu đích danh
- *Phân loại theo thu nhập:* Thu nhập cố định; Thu nhập biến đổi; Hỗn hợp

PHÂN LOẠI TRÁI PHIẾU

■ Phân loại theo phương thức trả gốc và lãi

- ◆ Coupon
- ◆ Consol
- ◆ Zerocoupon (Discount Bond)
- ◆ Niên kim cố định
- ◆ Hoàn trả cố định
- ◆ Thanh toán gốc và lãi khi đáo hạn



PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

■ Phát hành trái phiếu Chính phủ

- ◆ **Đấu giá:** Theo giá; Theo lãi suất kiểu Hà lan và kiểu Mỹ
- ◆ **Phát hành qua tổ hợp Ngân hàng đầu tư**
- ◆ **Bán lẻ**

Nhà đầu tư	Khối lượng	Tích lũy	Lãi suất (%)
Nhà đầu tư A	2000	2000	8,5
Nhà đầu tư B	3000	5000	8,6
Nhà đầu tư C	2000	7000	8,7
Nhà đầu tư D	3000	10.000	8,8

Khối lượng phát hành: 6000 tỷ, Nhà đầu tư C được mua 1000 tỷ

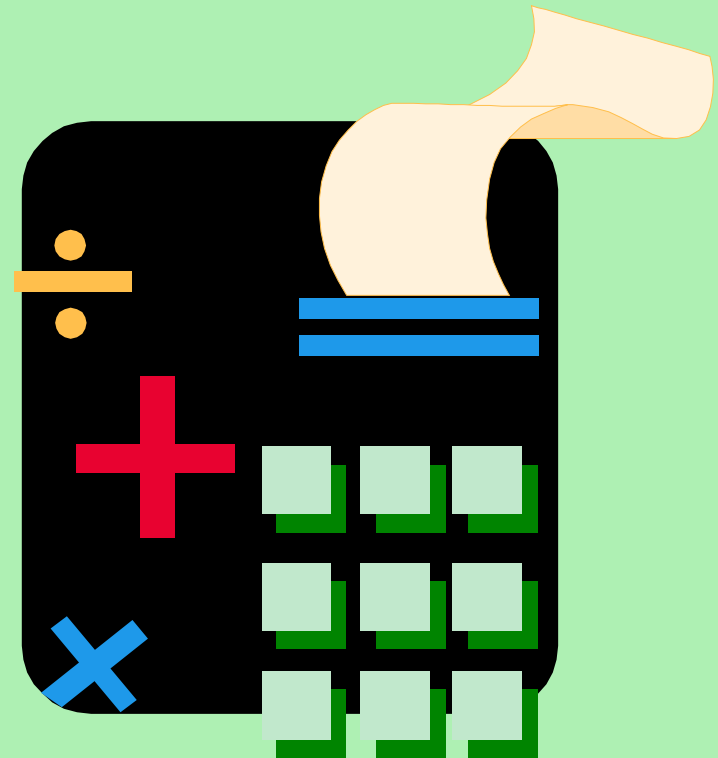
PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

- Tự phát hành
- Phát hành qua đại lý
- Bảo lãnh phát hành:
 - ◆ Cam kết tối đa
 - ◆ Cam kết chắc chắn
 - ◆ Cam kết tất cả hoặc không
 - ◆ Các hình thức bảo lãnh khác



ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU

- Các thuật ngữ giá trị
 - ◆ Giá trị sổ sách
 - ◆ Giá trị phá sản
 - ◆ Giá trị thị trường/Thị giá
 - ◆ Giá trị kinh tế/Giá trị thực



ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU

- Là xác định giá trị kinh tế hay giá trị thực
- Là giá trị hiện tại của các luồng thu nhập dự kiến thu được từ tài sản, được chiết khấu về thời điểm hiện tại, tại tỷ lệ lợi tức yêu cầu của các nhà đầu tư
- $P_b = \sum I_t / (1 + k)^t$
- Tỷ lệ lợi tức yêu cầu là tỷ lệ lợi tức các nhà đầu tư yêu cầu phải có trên vốn đầu tư sao cho đủ để bù những rủi ro của trái phiếu



VÍ DỤ 1 VỀ ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU

Định giá trái phiếu Coupon mệnh giá 1000 USD, phát hành đầu năm 2000, đáo hạn cuối năm 2010, lãi suất danh nghĩa 10%/năm, thu nhập được thanh toán vào cuối năm, thời điểm định giá đầu năm 2005, $k = 12\%$

Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2009	Năm 2010
0	Năm 1	Năm 2		Năm 5	Năm 6
	100	100		100	1100

$$P_b = 100/(1 + 0,12)^1 + 100/(1 + 0,12)^2 + \dots + 100/(1 + 0,12)^5 + 1100/(1 + 0,12)^6$$

$$= 917,77 \text{ USD}$$



VÍ DỤ 2 VỀ ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU

Định giá trái phiếu NKCD mệnh giá 1000 USD, phát hành đầu năm 2000, đáo hạn cuối năm 2010, lãi suất danh nghĩa 10%/năm, thu nhập được thanh toán vào cuối năm, thời điểm định giá đầu năm 2005, $k = 12\%$

$$a = C \times i(1+i)^n / [(1+i)^n - 1] = 1000 \times 0,1(1+0,1)^{11} / [(1+0,1)^{11} - 1]$$

$$= 153,96 \approx 154$$

$$P_b = 154/(1+0,12)^1 + 154/(1+0,12)^2 + \dots + 154/(1+0,12)^5 + 154/(1+0,12)^6$$

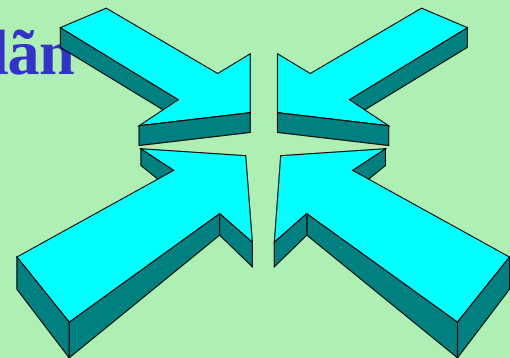
$$= 709,14 \text{ USD}$$

NĂM QUAN HỆ CƠ BẢN

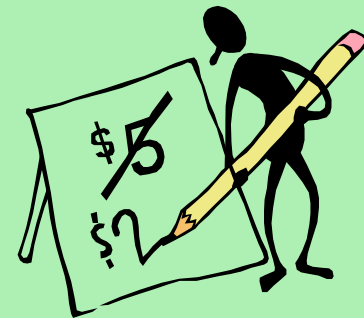
- Quan hệ tỷ lệ nghịch giữa lãi suất và giá trái phiếu
- $i = k \blacktriangleright P_b = C$ $i > k \blacktriangleright P_b > C$ $i < k \blacktriangleright P_b < C$
- Giá của TP sẽ tiến sát tới mệnh giá khi ngày đáo hạn đến gần
- Kỳ hạn trái phiếu càng lớn, rủi ro lãi suất càng cao
- Rủi ro lãi suất được xác định qua độ co giãn

$$D_b = - \{ \sum (t \times I_t) / (1 + k)^t \} / P_b$$

$$\Delta P_b = D_b \times P_b \times \Delta(1+k) / (1+k)$$



TÍNH ĐỘ CO DẪN



■ Ví dụ 1:

$$\begin{aligned}
 D_b &= - \{ \sum (t \times I_t) / (1 + k)^t \} / P_b \\
 &= - \{ 1 \times 100 / 1,12^1 + 2 \times 100 / 1,12^2 + \dots + 6 \times 1100 / 1,12^6 \} / 917,77 \\
 &= - 4,733
 \end{aligned}$$

$$\Delta P_b = D_b \times P_b \times \Delta(1+k) / (1+k) = - 4,733 \times 917,77 \times (-0,02 / 1,12) = 77,57 \text{ USD}$$

■ Ví dụ 2:

$$\begin{aligned}
 D_b &= - \{ \sum (t \times I_t) / (1 + k)^t \} / P_b \\
 &= - \{ 1 \times 154 / 1,12^1 + 2 \times 154 / 1,12^2 + \dots + 6 \times 154 / 1,12^6 \} / 709,14 \\
 &= - 2,638
 \end{aligned}$$

$$\Delta P_b = D_b \times P_b \times \Delta(1+k) / (1+k) = - 2,638 \times 709,14 \times (- 0,02 / 1,12) = 33,41 \text{ USD}$$

Độ lồi

Độ lồi của một trái phiếu được định nghĩa là

$$C = \frac{1}{B} \frac{\partial^2 B}{\partial y^2} = \frac{\sum_{i=1}^n c_i t_i^2 e^{-yt_i}}{B}$$

do vậy :

$$\frac{\Delta B}{B} = -D\Delta y + \frac{1}{2} C (\Delta y)^2$$

HỆ QUẢ: XÁC ĐỊNH LÃI SUẤT DANH NGHĨA VÀ CHI PHÍ TRÁI PHIẾU MỚI

■ Khi biết thị giá trái phiếu, k là nghiệm số của phương trình

■ $P_0 = \sum I_t / (1 + i')^t$ hoặc $P_n = \sum I_t / (1 + k')^t$

Trong đó, i' là LSDN mới và k' là chi phí trước thuế. $k_d = k'(1-T)$

■ Khi không biết thị giá:

◆ So sánh lãi suất của một trái phiếu khác có cùng rủi ro

◆ Hoặc xác định theo công thức

$i' = \text{Lãi suất phi rủi ro} + \text{Mức bù rủi ro}$

Lãi suất phi rủi ro = Lãi suất TPKB cùng kỳ hạn

Ví dụ: Xác định lãi suất danh nghĩa mới và chi phí vốn của trái phiếu coupon khi biết thị giá là 900 USD, thuế TNDN 28% và chi phí phát hành là 10%

■ **Xác định lãi suất danh nghĩa mới: Giải phương trình**

$$900 = 100/(1 + k)^1 + \dots + 100/(1 + k)^5 + 1100/(1 + k)^6$$

▶ $k = 0,1243 = 12,43\% \approx 12,5\%$

■ **Xác định chi phí vốn của TP mới: Giải phương trình**

$$900 = 125/(1 + k')^1 + \dots + 125/(1 + k')^5 + 1125/(1 + k')^6$$

▶ $k' \approx 15\%$

▶ $k_s = 0.15(1 - 0,28) = 10,8\%$

CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI

- Công cụ lai ghép giữa trái phiếu và cổ phiếu
- Chứng khoán vốn: Công cụ huy động vốn vô thời hạn
 - ◆ Hưởng lợi tức cố định, không phụ thuộc kết quả kinh doanh
 - ◆ Không có quyền kiểm soát công ty
 - ◆ Cổ tức không là đối tượng khấu trừ thuế
 - ◆ Nhận thu nhập và tài sản sau TP và trước cổ phiếu thường
 - ◆ Không bị ràng buộc nghĩa vụ thanh toán
- Tính đa dạng và phức tạp của cổ phiếu ưu đãi

CÁC ĐẶC TÍNH CỦA CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI

- **Đặc tính tích lũy: Cổ phiếu tích lũy và không tích lũy**
- **Các điều khoản đảm bảo**
- **Sự chi trả dưới hình thức ưu đãi: Trả cổ tức bằng CPUĐ**
- **Đặc tính tham gia: Phân phối phần GTTD vượt mức**
- **Cổ phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu thường**
- **Cổ tức có thể điều chỉnh: Đấu giá hoặc điều chỉnh cổ tức**
- **Khả năng chuộc lại**

TÍNH CHẤT NGUỒN VỐN HUY ĐỘNG BẰNG CPUĐ

- **Vốn vô thời hạn**
- **Chi phí thấp**
- **Không bị mất quyền kiểm soát**
- **Không bị ràng buộc bởi nghĩa vụ thanh toán**
- **Tăng rủi ro cho chủ sở hữu khi lạm dụng**



ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI

$$P_s = \sum D / (1 + k)^t = D / k$$

$$k = D / P_0$$

$$k_s = D / P_0 \text{ hoặc } k_s = D / P_n$$

Trong đó:

P_s : Giá cổ phiếu ưu đãi

D : Cổ tức cố định hàng năm

k : Tỷ lệ lợi tức yêu cầu

k_s : Chi phí vốn cổ phiếu ưu đãi



P_0 : Thị giá cổ phiếu ưu đãi

P_n : Giá phát hành thuần
n tiến tới vô cùng

CỔ PHIẾU THƯỜNG

- Chứng khoán vốn - Giấy xác định số cổ phần của cổ đông
- Vô thời hạn, không bị ràng buộc bởi nghĩa vụ thanh toán
- Quyền yêu cầu về thu nhập:
 - ◆ Cổ tức và lợi nhuận không chia
 - ◆ Phụ thuộc hiệu quả của DN và chính sách PP cổ tức
 - ◆ Thanh toán cổ tức sau trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi
- Quyền yêu cầu về tài sản sau cùng
- Rủi ro cao hơn trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi

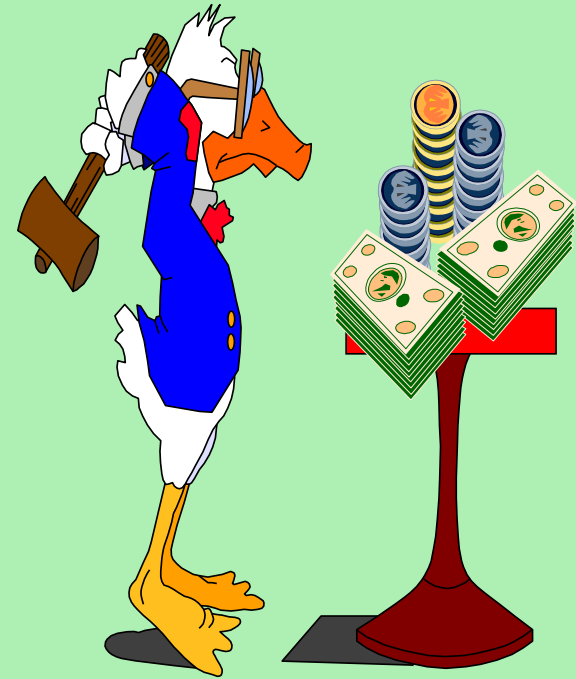
CỔ PHIẾU THƯỜNG

- Quyền bầu cử
- Quyền mua trước với giá ưu đãi

$$P_t = (nP_0 + mF)/(n + m)$$

Giá quyền mua $P_r = P_t - P_0$

- Nghĩa vụ giới hạn
- Chính sách kiểm soát cổ đông lớn: Báo cáo, ràng buộc về mua bán cổ phiếu, thu hồi lợi nhuận từ các giao dịch không công bằng



ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THƯỜNG

Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng

- Giá trị tài sản ròng = Tổng tài sản - Tổng nợ
- Giá trị tài sản ròng = Tổng giá trị thị trường của tài sản - Tổng nợ
- Giá trị của cổ phiếu = Giá trị tài sản ròng/Số lượng cổ phiếu
- Giá trị thị trường của tài sản có tính đến tài sản vô hình đã được xác định trong báo cáo tài chính và không bao gồm lợi thế thương mại
- Phân tích ưu, nhược điểm của phương pháp?

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THƯỜNG

Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng + lợi thế thương mại

■ **Giá trị tài sản CSH = Giá trị tài sản ròng + Lợi thế thương mại**

■ **Lợi thế thương mại (Goodwill):**
$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{Bt - r.At}{(1+i)^t}$$

Trong đó: Bt: lợi nhuận năm t

At: giá trị tài sản đưa vào kinh doanh năm t

r: tỷ suất lợi nhuận bình quân

r.At: lợi nhuận bình quân của lượng tài sản đó năm t

Bt - r.At : Siêu lợi nhuận của doanh nghiệp ở năm t

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THƯỜNG

Ba phương pháp xác định tham số định lượng Goodwill

Tên phương pháp	r	Bt	At
Anglo-Saxons	k_s	NI	Giá trị tài sản ròng (đánh giá lại)
UEC (của Hiệp hội chuyên gia kế toán Châu Âu)	WACC	EBIT(1-T _s)	Tổng giá trị tài sản
CPNE (vốn thường xuyên cần thiết cho kinh doanh)	WACC	EBIT(1-T _s)	Vốn dài hạn

r - Tỷ suất lợi nhuận bình quân ngành hoặc = E/P

i = lãi suất trái phiếu chính phủ + mức bù rủi ro

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THƯỜNG

Phương pháp xác định dựa vào PER (price earning ratio)

$$\blacksquare V_o = \frac{d_1}{(1+i)} + \frac{d_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

$$V_o = \frac{P}{1+i} + \frac{P}{(1+i)^2} + \dots + \frac{P}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

$$\blacksquare \text{Khi } n \rightarrow \infty \quad V_o = \frac{P}{i} \Leftrightarrow \frac{V_o}{P} = \frac{1}{i}$$

Giá trị doanh nghiệp = Lợi nhuận dự kiến \times PER (quá khứ)

Có thể thay thế PER bằng tỷ lệ thị giá cổ phiếu trên doanh thu hoặc trên dòng tiền thuần của doanh nghiệp

Ưu nhược điểm của phương pháp?

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THƯỜNG

Mô hình chiết khấu luồng cổ tức (DDM)

■ Giả định mô hình

- ◆ Mục tiêu của DN: Duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định
- ◆ Tăng trưởng nội bộ: Nguồn vốn nội bộ được khai thác trước
- ◆ Cách tác động vào giá cổ phiếu: Chính sách đầu tư; Chính sách chi trả cổ tức; mua bán cổ phiếu quỹ; tách - gộp cổ phiếu

→ Công ty duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định

MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU LUỒNG CỔ TỨC - DDM

$$D_n = D_0(1 + g)^n \quad \text{và} \quad P_n = P_0(1 + g)^n$$

- **Xác định giá trong thời kỳ năm giữ 1 năm**

$$P_s = (D_1 + P_1)/(1 + k) = (D_0 + P_0)(1 + g)/(1 + k)$$

- **Xác định giá trong thời kỳ năm giữ 2 năm**

$$P_s = D_1/(1 + k) + (D_2 + P_2)/(1 + k)^2$$

$$= D_0(1 + g)/(1 + k) + D_0(1 + g)^2/(1 + k)^2 + P_0(1 + g)^2/(1 + k)^2$$

- **Xác định giá trong thời kỳ năm giữ n năm, $n \rightarrow \infty$**

$$P_s = D_0(1 + g)/(1 + k) + D_0(1 + g)^2/(1 + k)^2 + \dots + P_0(1 + g)^n/(1 + k)^n$$

$$= D_0(1 + g)/(k - g) = D_1/(k - g)$$

MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU LƯỒNG CỔ TỨC - DDM

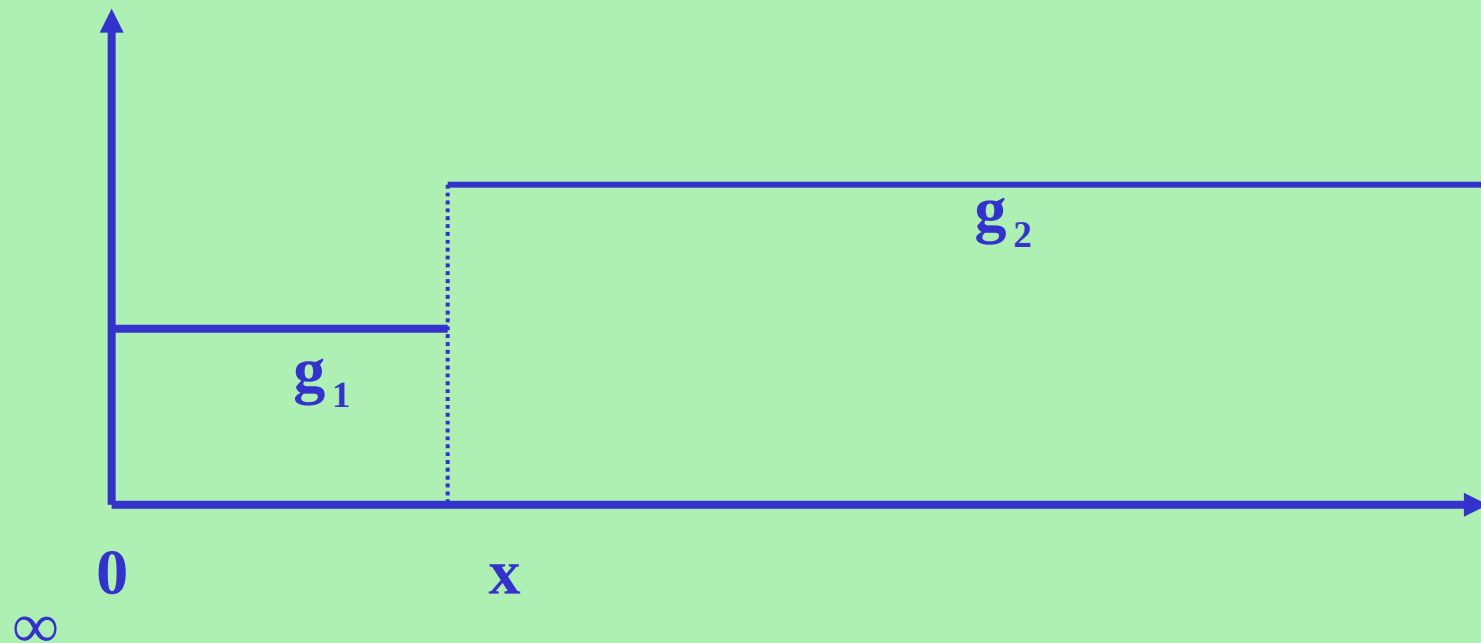
- Xác định tốc độ tăng trưởng g
 - ◆ Công cụ toán học
 - ◆ Hệ thống thông tin của các tổ chức tài chính
 - ◆ $g = b \times \text{ROE}$ Trong đó: b là tỷ lệ tái đầu tư từ lợi nhuận

Ví dụ: Cổ phiếu A trả cổ tức năm 2005 là 10 USD, công ty duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định 10%, nhà đầu tư căn cứ vào mức độ rủi ro của cổ phiếu yêu cầu tỷ lệ lợi tức 18%

$$P_s = D_0(1 + g)/(k - g) = D_1/(k - g) = 10(1 + 0,1)/(0,18 - 0,1) = 137,5 \text{ USD}$$

- Nhà đầu tư sẽ bán với mức giá thấp nhất và mua với mức giá cao nhất là 137,5 USD cho mỗi cổ phiếu

DDM – MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG HAI GIAI ĐOẠN



- $P_s = D_0(1+g_1)/(1+k) + \dots + D_0(1+g_1)^x/(1+k)^x + P_x/(1+k)^x$
- $P_x = D_0(1+g_1)^x(1+g_2)/(k-g_2)$

MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU LƯU ĐỘNG TIỀN - DCF

■ Xác định luồng tiền

◆ $FCFE = (\text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Khấu hao}) + \text{Thay đổi nhu cầu vốn đầu tư} + \text{Thay đổi nhu cầu vốn lưu động}$

◆ $FCFF = EBIT(1-T_s) + \text{Khấu hao} + \text{Thay đổi nhu cầu vốn đầu tư} + \text{Thay đổi nhu cầu vốn lưu động}$

■ Xác định tỷ lệ chiết khấu: k_s hoặc WACC

$$\text{■ } V_0 F = \sum FCFF_i / (1 + WACC)^i$$

$$\text{■ } V_0 E = \sum FCFE_i / (1 + k_s)^i = V_0 F - V_0 D$$

$$\text{■ } V_0 D = \sum D_i / (1 + k_b)^i$$

XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU THEO MÔ HÌNH DCF

Ví dụ doanh nghiệp A

	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT	4320	5210	5420	5550	5650
Khấu hao	920	980	1010	1220	1320
Nhu cầu VLĐ	300	320	325	330	340
Chi tiêu vốn	1200	1250	1300	1350	1400

- Từ năm 2010, FCFF tăng trưởng với tốc độ 8%/năm. Công ty có một khoản nợ 20 tỷ từ phát hành trái phiếu Coupon đầu năm 2003 với lãi suất 8%, kỳ hạn 10 năm. WACC = 13,5%. Dự báo, lãi suất từ năm 2006 tăng 2%. Xác định giá trị công ty và giá trị mỗi cổ phần (Công ty phát hành 1 triệu cổ phần)**

XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU THEO MÔ HÌNH DCF

Ví dụ doanh nghiệp A

	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT	4320	5210	5420	5550	5650
Khấu hao	920	980	1010	1220	1320
Nhu cầu VLĐ	300	320	325	330	340
Chi tiêu vốn	1200	1250	1300	1350	1400
FCFF	2530,4	3161,2	3287,4	3535,0	3648,0

$$V_oF = 2530,4/1.135 + 3161,2/1.135^2 + 3287,4/1.135^3 + 3536/1/135^4 + 3648/1.135^5$$

$$+ 3648(1 + 0,08)/(0,135 - 0,08) = \mathbf{49.030,09 \text{ triệu đồng}}$$

$$V_oD = 160/1,1 + 160/1,1^2 + \dots + 160/1,1^6 + 20160/1.1^7 = \mathbf{11.042,11 \text{ Triệu đồng}}$$

$$V_oE = 82.632,65 - 11.042,11 = \mathbf{37.987,98 \text{ triệu đồng}} \rightarrow \mathbf{37.987,98 \text{ đồng/cổ phần}}$$

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN – CAPM

Lý thuyết thị trường vốn

- Giả định:
 - ◆ Thị trường có hiệu quả
 - ◆ Không có thuế và chi phí giao dịch
 - ◆ Thị trường tồn tại tài sản phi rủi ro
 - ◆ Nhà đầu tư có thể đi vay và cho vay tại lãi suất phi rủi ro (RFR)
 - ◆ Không có lạm phát và sự kiểm soát hoạt động đầu tư
- Tài sản phi rủi ro: Thu nhập thực tế bằng thu nhập dự tính, độ lệch chuẩn bằng không ($\sigma_{RF} = 0$)
- Hiệp định sai của tài sản phi rủi ro với một tài sản phi rủi ro hay một danh mục tài sản nào đã được xác định:

$$Cov_{ij} = E\{ [R_i - E(R_i)][R_j - E(R_j)] \}$$

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN – CAPM

Lý thuyết thị trường vốn (tiếp)

- Danh mục kết hợp tài sản phi rủi ro và tài sản rủi ro

- ◆ Phương sai luôn bằng không

- ◆ Hệ số tương quan bằng không, do $r_{RF,i} = \frac{COV_{RF,i}}{\sigma_{RF} \sigma_i}$

- ◆ Thu nhập kỳ vọng được xác định:

$$E(R_{port}; W_{RF}) = W_{RF} \times RFR + (1 - W_{RF})E_{(Ri)}$$

- ◆ Trong đó:

- W_{RF} là tỷ trọng tài sản phi rủi ro trong danh mục

- RFR - Lãi suất phi rủi ro

- $E_{(Ri)}$ - Thu nhập của tài sản rủi ro

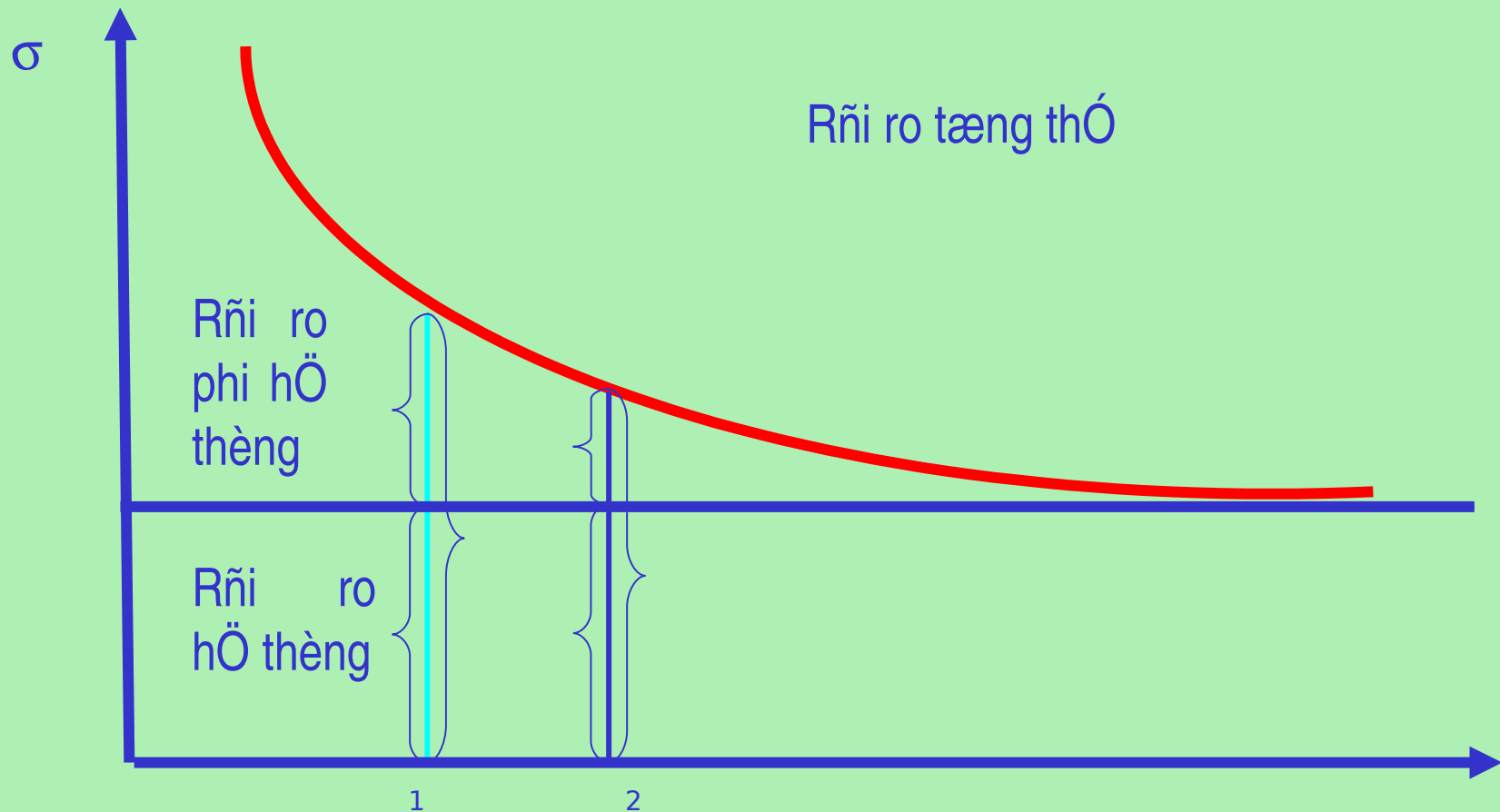
- ◆ Độ lệch chuẩn của danh mục: $\sigma_{port} = (1 - W_{RF}) \cdot \sigma_i$

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN – CAPM

Lý thuyết thị trường vốn (tiếp)

- Danh mục thị trường: bao gồm tất cả các tài sản rủi ro, trong đó tỷ trọng mỗi tài sản được xác định trên cơ sở tỷ trọng giá trị tài sản trong tổng giá trị thị trường
- Danh mục thị trường là danh mục hiệu quả
- Danh mục thị trường chỉ có rủi ro hệ thống

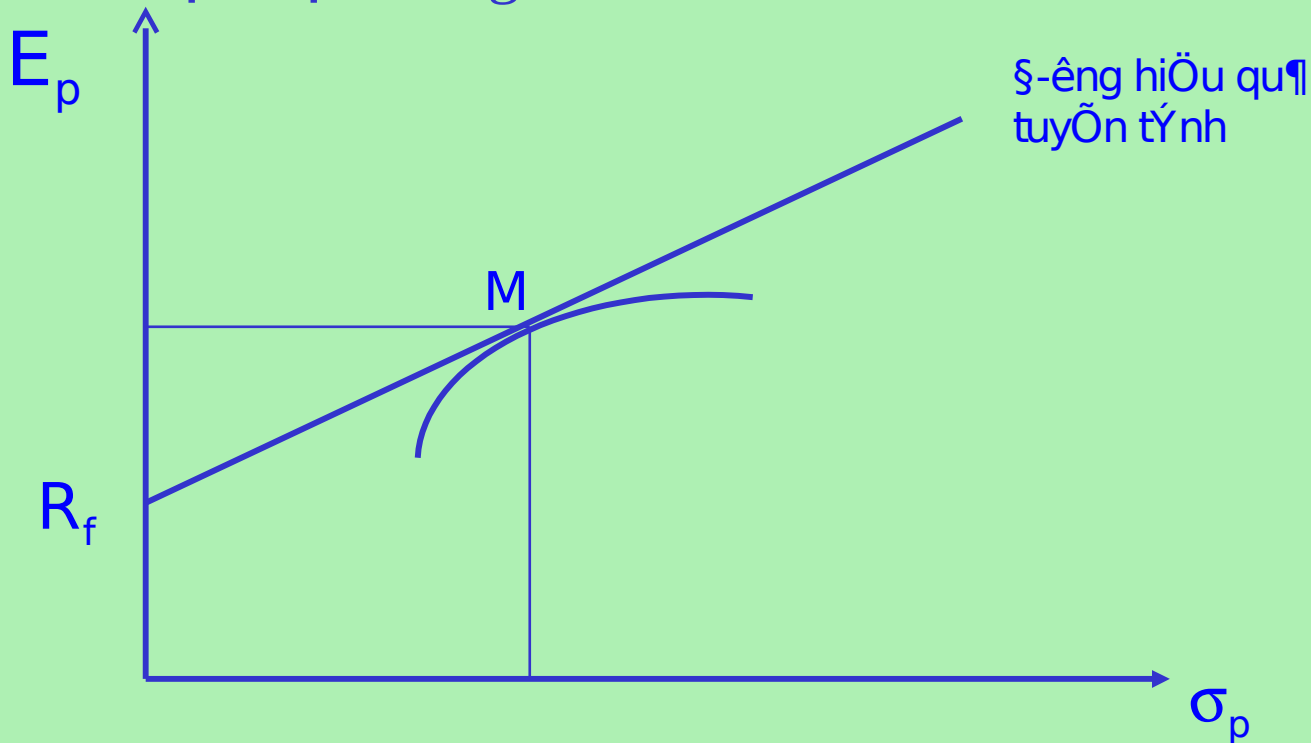
Kết quả của Ra d'ng ho,



MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN – CAPM

Lý thuyết thị trường vốn (tiếp)

- Đường thị trường vốn (CML) - Kết hợp giữa tài sản phi rủi ro và danh mục thị trường



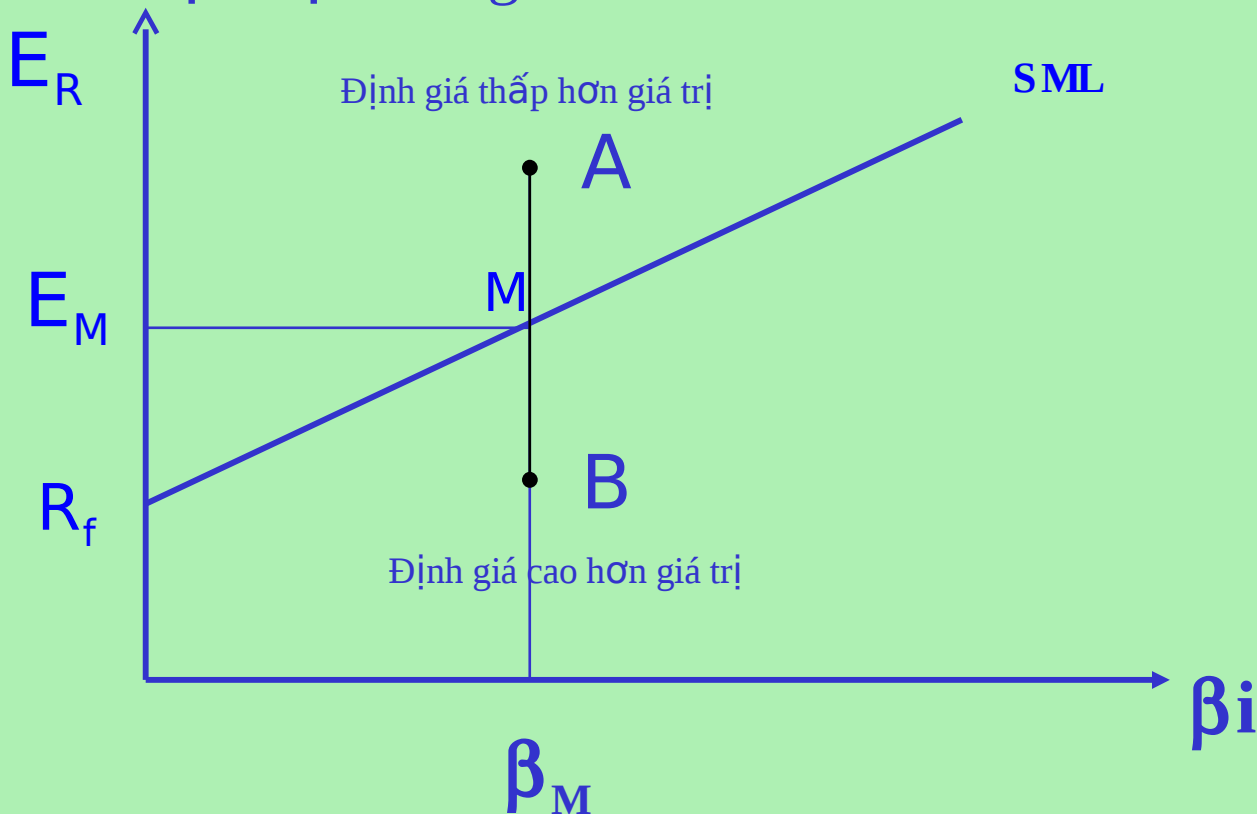
MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN – CAPM

$$\beta_i = \text{Cov}_{im} / \sigma_m^2$$

- Cho biết tỷ lệ rủi ro của tài sản i so với rủi ro của danh mục thị trường
- $E_{(R_i)} = \text{RFR} + \beta_i(R_M - \text{RFR})$
- Ý nghĩa:
 - ◆ Xác định tỷ lệ chiết khấu trong các mô hình DDM hoặc DCF
 - ◆ Đánh giá giá trị cổ phiếu

Lý thuyết thị trường vốn (tiếp)

- Đường thị trường vốn (CML) - Kết hợp giữa tài sản phi rủi ro và danh mục thị trường



HỢP ĐỒNG KỲ HẠN

- Thoả thuận để mua bán một tài sản xác định, tại một thời điểm xác định trong tương lai, với một giá xác định
- Chắc chắn xảy ra tại một thời điểm trong tương lai
- Quyền và nghĩa vụ thực hiện hợp đồng thuộc cả hai phía
- Hai bên không phải trả chi phí cho nhau
- Có thể chuyển nhượng hợp đồng trước hạn
- Khác hợp đồng giao sau: Mua bán trên SGD, được chuẩn hoá

SỬ DỤNG HỢP ĐỒNG KỶ HẠN TRONG NGHIỆP VỤ PHÒNG VỆ

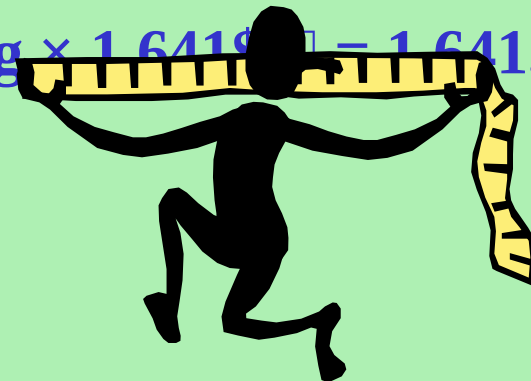
- Công ty A cần thanh toán cho đối tác 1 triệu Bảng anh cho đối tác vào tháng 5. Tỷ giá hiện tại là 1,647\$/£ . Tỷ giá kỳ hạn tháng 5 là 1,641\$/£ . Công ty có thể dự trữ đồng Bảng hoặc ký 16 hợp đồng kỳ hạn, mỗi hợp đồng có giá trị 62.500 £

- $16 \text{ hợp đồng} \times 62.500 \text{ £ /hợp đồng} \times 1,641 \text{ \$} = 1,641.000 \text{ \$}$

- Thực tế:

◆ Tỷ giá 1,61\$/£ → Lỗ

◆ Tỷ giá 1,71\$/£ → Lãi



SỬ DỤNG HỢP ĐỒNG KỶ HẠN TRONG NGHIỆP VỤ ĐẦU CƠ

- Một nhà đầu cơ tin rằng đồng Bảng Anh sẽ mạnh tương đối so với đồng Đô la Mỹ vào thời điểm tháng 5. Tỷ giá hiện tại là 1,647\$/£. Tỷ giá kỳ hạn tháng 5 là 1,641\$/£. Anh ta có thể thực hiện 2 phương án:

1. Mua 250.000 £ với giá 1,647 = 411.750\$
2. Ký 4 hợp đồng \times 62.500 £ /hợp đồng \times 1,641\$/£ = 410.250\$

- Thực tế:

1. Tỷ giá 1,61\$/£ → Lỗ, song 1 lỗ nhiều hơn
2. Tỷ giá 1,71\$/£ → Lãi và 2 lãi nhiều hơn

HỢP ĐỒNG QUYỀN CHỌN

- Bao gồm hợp đồng quyền mua và hợp đồng quyền bán
- Cho phép chủ sở hữu có quyền mua (bán) một tài sản xác định, tới một thời điểm xác định trong tương lai, với giá xác định
- Có thể thực hiện hoặc không thực hiện hợp đồng
 - ◆ Hợp đồng kiểu Anh: Xảy ra tại thời điểm
 - ◆ Hợp đồng kiểu Mỹ: Xảy ra trong khoảng
- Phải trả cho đối tác giá quyền. Giá này phụ thuộc cung cầu
- Sau khi ký kết, có thể chuyển nhượng

SỬ DỤNG HỢP ĐỒNG QUYỀN CHỌN TRONG NGHIỆP VỤ PHÒNG VỆ

- Bạn đang nắm giữ 500 cổ phiếu IBM, giá hiện tại 78\$/cp. Bạn cho rằng giá cổ phiếu sẽ tăng trưởng tới tháng 5. Tuy nhiên, rủi ro của bạn là cổ phiếu IBM bị giảm giá. Giá quyền bán cổ phiếu IBM với giá 80\$/cp tại tháng 5 là 3\$/cp. Bạn có thể thực hiện chiến lược:
 - Mua 5 hợp đồng quyền bán CP IBM: $500\text{cp} \times 3\$/\text{cp} = 1500\$$
 - Bạn đã bảo hiểm giá CP IBM với mức giá thấp nhất 80\$/cp
 - Nếu giá thị trường thấp hơn 80\$/cp, bạn sẽ yêu cầu thực hiện hợp đồng

SỬ DỤNG HỢP ĐỒNG QUYỀN CHỌN TRONG NGHIỆP VỤ ĐẦU CƠ

- Cổ phiếu IBM có giá hiện tại 78\$/cp. Bạn cho rằng giá cổ phiếu sẽ tăng trưởng tới tháng 5 và bạn muốn đầu tư 7.800\$. Giá quyền mua cổ phiếu IBM với giá 80\$/cp tại tháng 5 là 3\$/cp. Bạn có thể thực hiện 2 chiến lược:
 1. Mua 100cp với giá 78\$/cp
 2. Mua 26 hợp đồng quyền mua, mỗi hợp đồng 100 cổ phiếu
- Thực tế:
 - ◆ Nếu giá cổ phiếu tháng 5 là 90\$?
 - ◆ Nếu giá cổ phiếu tháng 5 là 70\$?



CẢNH BÁO TRONG SỬ DỤNG CÔNG CỤ PHÒNG VỆ

- Chúng khoán phái sinh là công cụ phòng vệ tích cực
- Làm tăng nguy cơ cho nhà đầu tư và cho thị trường do đầu cơ
- Bạn có thể giàu nhanh chóng, song vô sản hoá còn nhanh hơn



ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN
KHOA NGÂN HÀNG – TÀI CHÍNH

-----***-----

PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU

Giảng viên chính: TS. Trần Đăng Khâm

trandangkham@yahoo.com

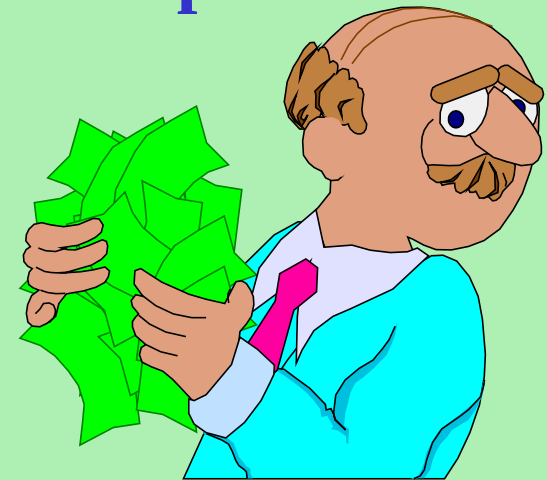


Hà nội 2007



PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU

- Khái niệm cổ phiếu
- Mục đích phân tích cổ phiếu
- Rủi ro và thu nhập trong đầu tư cổ phiếu
- Quy trình phân tích cổ phiếu
 - ◆ Phân tích thị trường
 - ◆ Phân tích ngành
 - ◆ Phân tích công ty



KHÁI NIỆM CỔ PHIẾU

- Giấy xác nhận vốn góp của cổ đông
- Cho cổ đông quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản còn lại
- Có quyền được bảo vệ giá cổ phiếu, quyền kiểm soát, quyền mua trước, có nghĩa vụ giới hạn đối với các khoản nợ
- Quyền được nhận thông tin
- Quyền tự do chuyển nhượng cổ phiếu
- Cổ phiếu đặc quyền, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường

MỤC ĐÍCH PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU

- Các quan điểm về giá trị: Mệnh giá; Giá trị danh nghĩa; Giá trị phá sản; Thị giá; Giá trị kinh tế (Giá trị thực)

- Xác định giá trị thực của cổ phiếu =
$$\sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+r)^t}$$

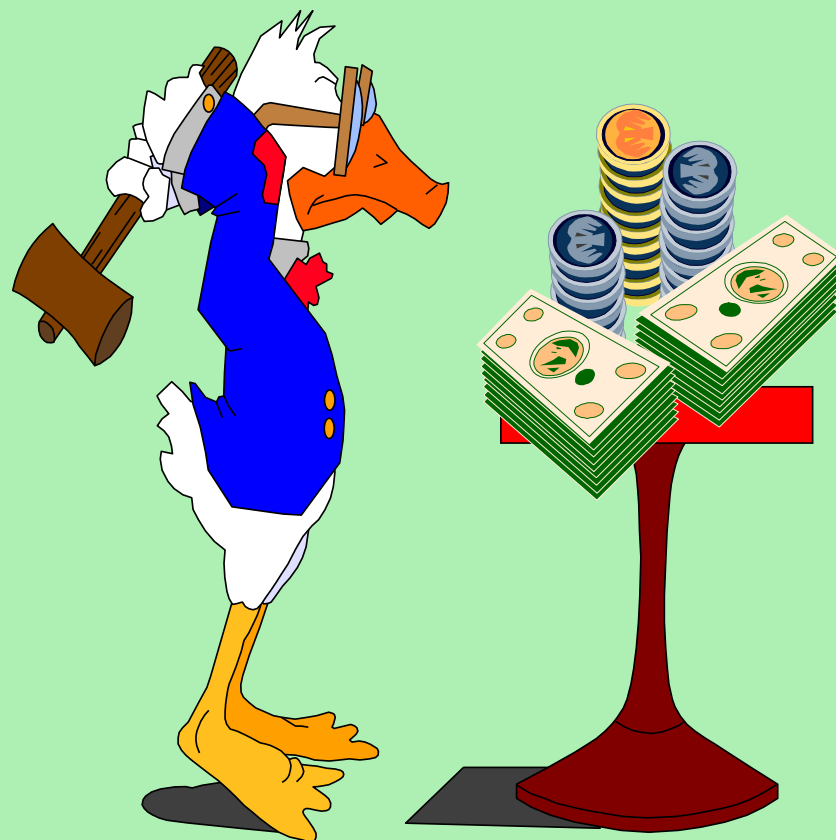
- Phương pháp: Chiết khấu luồng tiền

- Nội dung:

- ◆ Xác định luồng tiền (I_t): Phân tích thu nhập
- ◆ Xác định tỷ lệ chiết khấu (r): Phân tích rủi ro

QUY TRÌNH PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU

- Phân tích thị trường
- Phân tích ngành
- Phân tích công ty



CHỦ ĐỀ 2. PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG

- Tại sao phải phân tích thị trường?
- Phân tích thị trường là phân tích các biến số vĩ mô
 - ◆ Môi trường chính trị - xã hội
 - ◆ Môi trường pháp luật
 - ◆ Các biến số vĩ mô: GDP, lạm phát
- Sử dụng các mô hình phân tích: DDM; DCF
 - ◆ Lượng hóa thu nhập
 - ◆ Lượng hóa rủi ro



PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG – PHÂN TÍCH VĨ MÔ

- **Môi trường chính trị - xã hội:** Chính sách phát triển kinh tế và sự kiểm soát của Chính phủ ảnh hưởng thế nào tới từng ngành và toàn thị trường? Chính sách xã hội? Dân trí? Vấn đề ổn định trong hoạch định và thực thi chính sách phát triển kinh tế xã hội? V.v...
- **Môi trường pháp luật:** Tính đồng bộ; khả thi; hiệu quả; ổn định; phù hợp với thông lệ quốc tế?
- **Các biến số kinh tế vĩ mô:** GDP, tỷ lệ lạm phát, lãi suất, thất nghiệp, tỷ giá hối đoái, mức thâm hụt NSNN, chính sách tài chính – tiền tệ.
- **Dự báo tăng trưởng kinh tế và thị trường:** Mối quan hệ giữa giá chứng khoán và các biến số vĩ mô

PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM

- Thị trường mới nổi: Thành công của cải cách và mở cửa
 - ◆ Tốc độ tăng trưởng kinh tế cao, trên 7% - 8%
 - ◆ Tỷ trọng trong DMĐT thị trường Châu Á tăng nhanh
 - ◆ Đầu tư nước ngoài tăng mạnh
 - ◆ Chính sách cải cách có tác dụng mạnh, tăng hiệu quả

- Tiêu dùng tăng trưởng mạnh, khoảng 20%/năm: Dân số trên 82 triệu, từ xe đạp lên BMW

- Cải cách hiệu quả hệ thống tài chính, hệ thống doanh nghiệp

- Đầu tư mạnh cơ sở hạ tầng

- Tiềm năng lớn về du lịch

PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM

- Phát triển quỹ đầu tư, kể cả các quỹ đầu tư nước ngoài
- Thị trường phát triển:
 - ◆ Đa dạng hoá các loại chứng khoán, chất lượng cải thiện
 - ◆ Cổ phiếu niêm yết và chưa niêm yết
 - ◆ Giá cao, P/E = 73,3
 - ◆ Doanh nghiệp có hiệu quả tốt: Thu nhập tăng 30%/năm, cổ tức 3% – 10%/năm, Thu nhập trên mệnh giá tăng 20% – 30%
- Thị trường bất động sản đóng băng, giá quá cao
- Thị trường tiền tệ được điều tiết tốt
- Lành mạnh hoá hệ thống ngân hàng

Hệ số giá/lợi nhuận (P/E)1/ (trung bình kỳ)				
	2006	2006 H1	2001-06	Trước 1997 Cao 2/
Ấn độ	20.4	21.4	15.9	31.9
Sri Lanka	19.6	20.6	12.5	14.0
Đài Loan	15.8	18.9	29.7	33.0
Singapore	16.1	16.5	17.9	21.4
Philippine	15.5	16.3	18.9	28.0
Hongkong	16.9	15.4	16.9	17.1
Malaysia	15.8	15.1	17.7	30.9
Trung Quốc	15.4	14.0	15.2	20.2
Indonesia	13.9	13.8	12.6	24.7
Hàn Quốc	10.9	12.0	11.9	31.4
Thái Lan	9.6	10.5	23.8	21.9
Việt Nam	73.3 3/	7.9 4/		
Thế Giới	16.2	17.2	20.9	31.7 5/
Các nước Mỹ La Tinh mới nổi	12.5	13.8	13.1	17.9 5/
Các Nước Châu Âu mới nổi và Trung Đông	15.0	15.4	14.9	25.7 5/

Nguồn: Datastream và ước tính của các cán bộ IMF (dựa vào WP/06/266).

1/ Dựa trên chỉ số của các nước MSCI .
 2/ Trung bình hàng năm cao nhất thời kỳ 1990-97. Mỗi nước có xuất phát điểm theo ngày khác nhau .
 3/ 20 công ty niêm yết lớn nhất trên Trung Tâm Giao Dịch Chứng Khoán TP HCMC, dựa trên số liệu Tháng 1, 2007.
 4/ Số liệu cuối năm 2005 .
 5/ Số liệu lịch sử cao kể từ 1995.

So sánh với một số thị trường chứng khoán Châu Á
(Các thời kỳ chỉ số giá chứng khoán tăng nhanh)

	Thời kỳ (12 tháng)	% thay đổi chỉ số giá	Tỷ số PE trung bình thời kỳ (%)	Tỷ lệ vốn hoá thị trường/GDP
Hàn Quốc	2/1986- 1/1987	93.4
	2/1987-1/1988	104.2	...	47.1 (1988)
Indonesia	1-12/1998	269.5
	2/1989-1/1990	48.2	18.7 (1992)	21.4 (1993)
Trung Quốc (Trung tâm giao dịch chứng khoán Thượng Hải)	2/1991-1/1992	141.0	47.7	...
	3/1992-2/1993	267.4	39.2	18.5 (1995)
Nhật Bản	3/1999-2/2000	264.5	266.1	52.8 (2000)
Việt Nam (Trung tâm giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh)	1-12/2005	28.5	...	1.1 (2005)
	1-12/2006	144.5	73.3 (1/2007)	22.7 (2006)

Nguồn: CEIC; Ủy ban Chứng khoán Nhà nước; và theo tính toán của cán bộ Quy.

THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM – THÁCH THỨC

- Giá trị giao dịch thấp, tính thanh khoản chưa cao
- Thị trường chủ yếu là các nhà đầu tư nhỏ
- Vấn đề yếu kém trong quản trị công ty, thiếu minh bạch
- Nhiều nội dung cải cách còn thực hiện nửa vời
- Vấn nạn tham nhũng, trốn thuế, gian lận thương mại
- Hệ thống luật chưa tiếp cận với thông lệ quốc tế
- Rủi ro kinh tế cao: Cơ cấu kinh tế dựa vào nông nghiệp
- Có dấu hiệu của tăng trưởng kinh tế nóng
- Nhu cầu đầu tư lớn, áp lực về vốn cao, bội chi ngân sách lớn
- Thị trường bất động sản giá quá lớn

THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM – CƠ HỘI

- Nhu cầu đầu tư lớn, lãi suất tăng
- Thị trường trái phiếu phát triển mạnh
- Cải cách hệ thống tài chính, tính thanh khoản tăng, dịch vụ tăng
- Cải cách doanh nghiệp:
 - ◆ Cổ phần hoá các NHTMNN, các tổng công ty lớn
 - ◆ Hoàn thiện quản trị điều hành, tăng độ minh bạch
- Bùng nổ tiêu dùng, tăng đầu tư cơ sở hạ tầng
- Cơ hội từ hội nhập quốc tế
- Hệ thống luật được hoàn thiện sớm

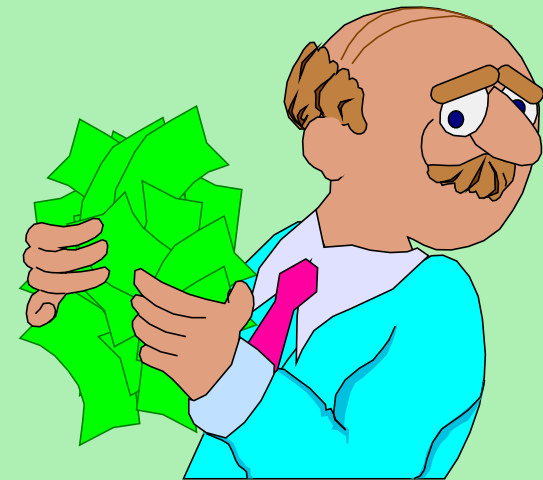
CHỦ ĐỀ 2. PHÂN TÍCH NGÀNH

■ Tại sao phải phân tích ngành?

- ◆ Doanh thu và Tỷ suất lợi nhuận doanh thu ngành
- ◆ Chu kỳ kinh doanh ngành ảnh hưởng tới thu nhập
- ◆ Rủi ro mỗi ngành khác nhau
- ◆ Yếu tố cạnh tranh trong ngành
- ◆ Xác định danh mục đầu tư

■ Mục tiêu

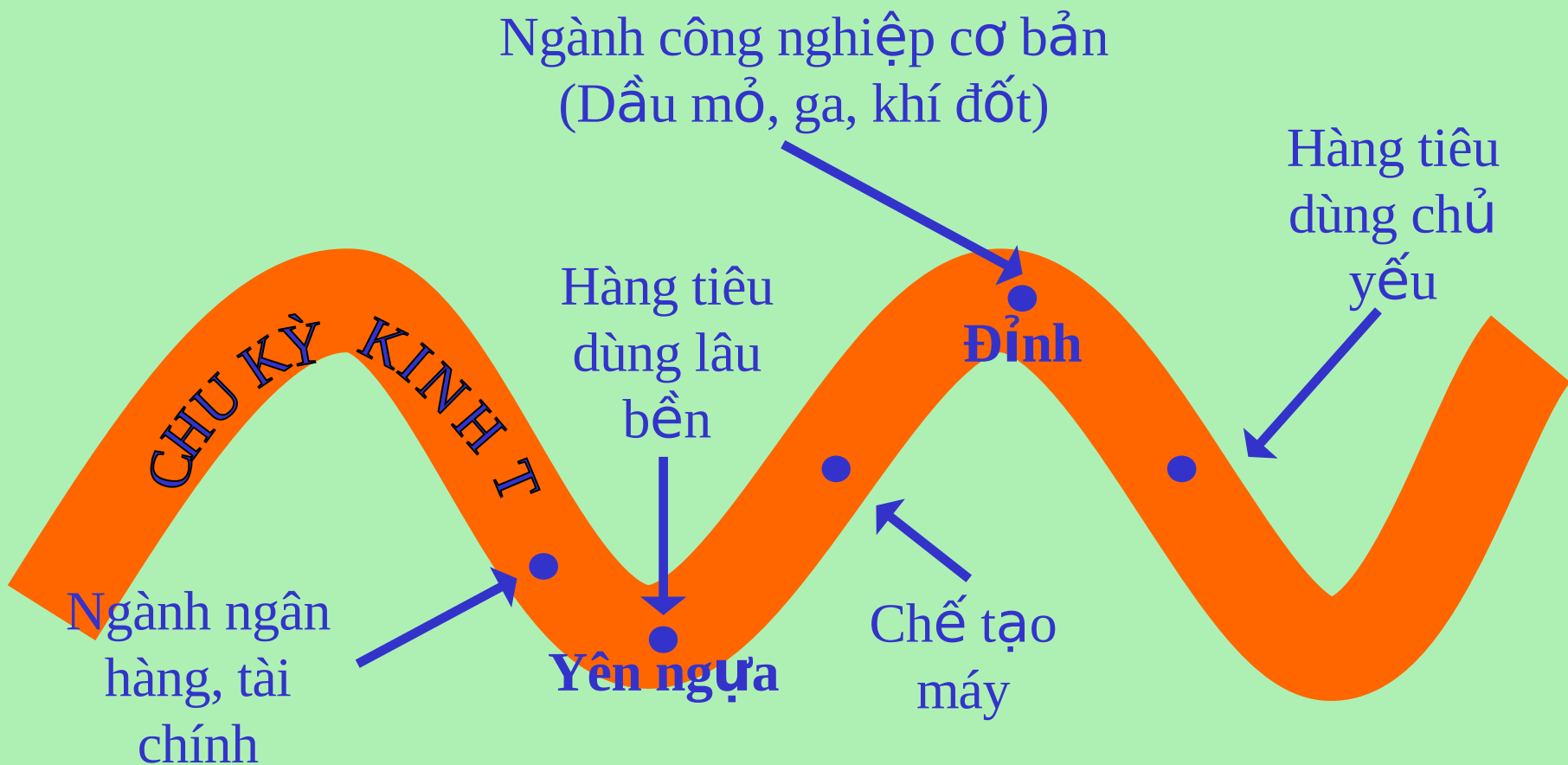
- ◆ Xác định thu nhập ngành
- ◆ Đánh giá rủi ro ngành



QUY TRÌNH PHÂN TÍCH NGÀNH

- **Chu kỳ kinh doanh và các ngành**
 - ◆ Tăng trưởng và suy thoái kinh tế
 - ◆ Sự thay đổi của các ngành khác nhau
- **Những thay đổi của cấu trúc kinh tế và các ngành khác nhau**
- **Xác định chu kỳ sống của ngành**
- **Phân tích môi trường cạnh tranh trong ngành**

CHU KỲ KINH DOANH VÀ CÁC NGÀNH



VÍ DỤ VỀ PHÂN TÍCH NGÀNH VỚI CHU KỲ KINH TẾ

- Ngành có chu kỳ phù hợp với chu kỳ kinh tế: Ngân hàng; Tài chính; Kinh doanh bất động sản; Hàng tiêu dùng đắt tiền; ngành chế tạo máy; ngành có đòn bẩy tài chính và đòn bẩy hoạt động cao
- Ngành có chu kỳ ngược với tăng trưởng kinh tế: Ngành dược phẩm, thực phẩm, đồ uống; ngành sản xuất hàng xuất khẩu
- Ngành có chu kỳ không phù hợp với chu kỳ kinh tế:
- Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận biên khác nhau ở mỗi thời kỳ

VÍ DỤ VỀ PHÂN TÍCH NGÀNH VỚI CHU KỲ KINH TẾ

- Lạm phát tăng làm tăng chi phí vốn, tăng lãi suất, tăng rủi ro, song ngành khai thác tài nguyên, ngành có đòn bẩy hoạt động cao (S/A) ít bị ảnh hưởng
- Lãi suất cao có lợi cho người hưởng lương hưu, các doanh nghiệp vật liệu xây dựng, song gây thiệt hại cho ngành xây dựng. Sự bất ổn về lãi suất có lợi cho ngành ngân hàng
- Ảnh hưởng khi tỷ giá biến đổi đối với doanh nghiệp nhập khẩu sẽ ngược chiều với doanh nghiệp xuất khẩu
- Tâm lý người tiêu dùng sẽ ảnh hưởng mạnh đến ngành sản xuất đồ xa xỉ, ngân hàng, tài chính

Ảnh hưởng của cấu trúc kinh tế tới ngành

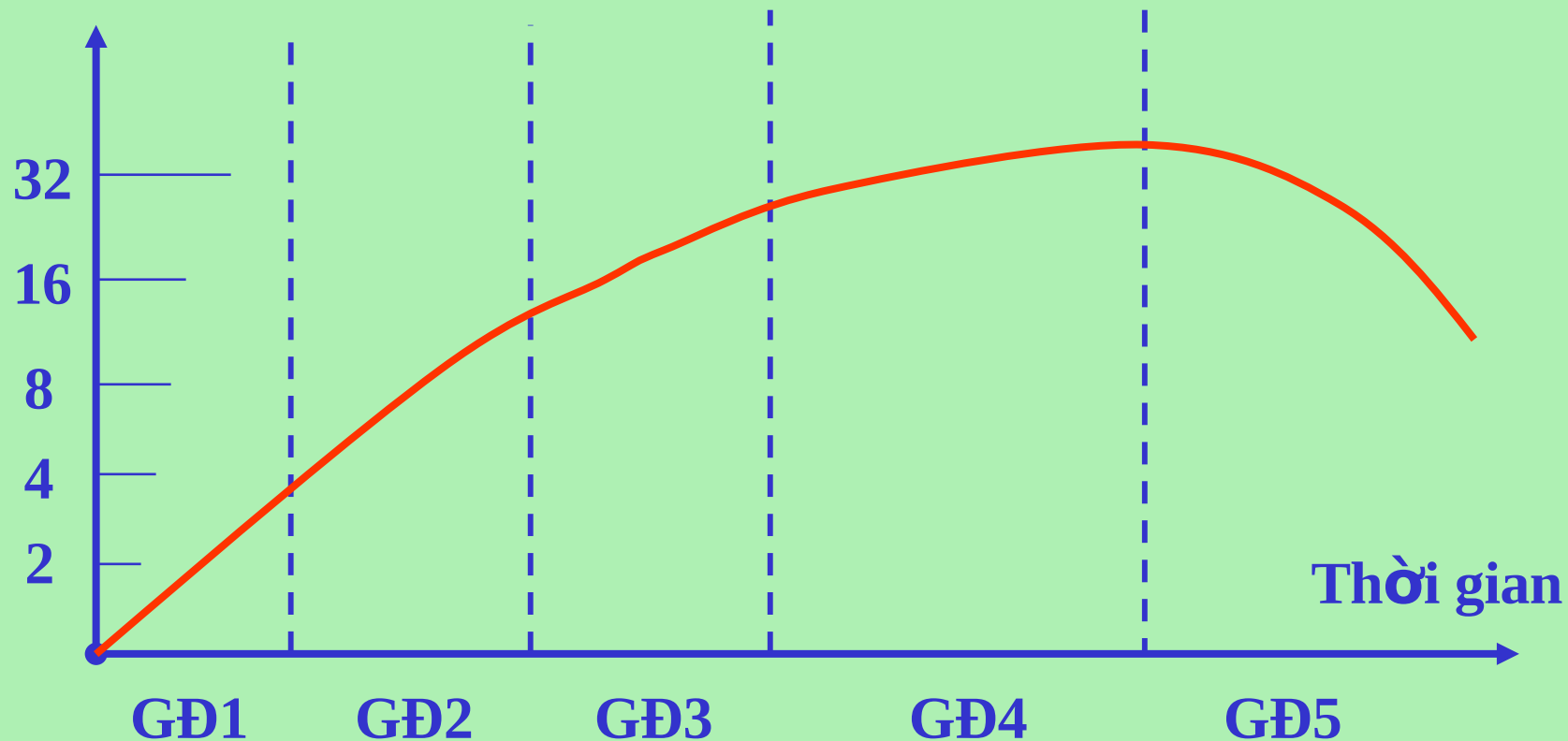
- Nhân khẩu: Quy mô, cơ cấu độ tuổi, thu nhập, mật độ phân bố dân số về địa lý
- Phong cách sống: Hành vi người tiêu dùng
- Công nghệ: Ảnh hưởng tới tỷ suất lợi nhuận, vốn đầu tư
- Chính trị và luật pháp: Rủi ro
- Chính sách kinh tế: Ưu tiên hay hạn chế phát triển

CHU KỲ SỐNG CỦA NGÀNH

- Giai đoạn bắt đầu phát triển
- Giai đoạn tăng trưởng nhanh
- Giai đoạn bắt đầu tăng trưởng chín muồi
- Giai đoạn tăng trưởng chín muồi
- Giai đoạn tăng trưởng giảm

CHU KỲ SỐNG CỦA NGÀNH

Doanh thu



MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH

6 nhân tố cạnh tranh: Doanh thu giảm, chi phí tăng

- **Đối thủ tiềm năng** tham gia vào ngành
- **Sức mua của người bán**: Cung cấp đầu vào
- **Sức mua của người mua**: Tiêu thụ sản phẩm
- **Các sản phẩm thay thế**
- **Cạnh tranh trong nội bộ ngành**
- **Rào cản từ phía Chính Phủ và Hiệp hội**: Chính sách, chế tài, thuế và trợ cấp

CHỦ ĐỀ 3. PHÂN TÍCH CÔNG TY PHÂN TÍCH BÁO CÁO TÀI CHÍNH

- Mục tiêu phân tích tài chính
- Các báo cáo tài chính cơ bản
- Các phương pháp phân tích tài chính
- Các chỉ tiêu tài chính cơ bản



PHÂN TÍCH CÔNG TY VÀ LỰA CHỌN CỔ PHIẾU

- **Công ty tăng trưởng** là công ty có những cơ hội đầu tư cho doanh số bán khá cao và lợi nhuận tăng trưởng khá mạnh.
- **Cổ phiếu tăng trưởng** là cổ phiếu cho lợi tức cao hơn những cổ phiếu khác có cùng mức độ rủi ro.
- Mục đích của người phân tích tài chính : lựa chọn những cổ phiếu tăng trưởng.

PHÂN TÍCH CÔNG TY VÀ LỰA CHỌN CỔ PHIẾU

- Công ty **thận trọng (defence companies)** là công ty có lợi nhuận giảm ít nhất khi tình trạng kinh tế vĩ mô thay đổi.
- Cổ phiếu **thận trọng (defence stock)** là cổ phiếu của những công ty có hệ số beta thấp. Lợi tức của những cổ phiếu này giảm ít hơn lợi tức thị trường khi thực trạng kinh tế vĩ mô thay đổi.

PHÂN TÍCH CÔNG TY VÀ LỰA CHỌN CỔ PHIẾU

- **Công ty chu kỳ (cyclicality)** là công ty mà doanh thu và lợi nhuận bị tác động bởi những thay đổi trong chu kỳ thực.
- **Cổ phiếu chu kỳ** là cổ phiếu của tất cả các công ty mà suất sinh lời của nó biến động nhiều hơn thị trường, độ nhạy của nó độc lập với chu kỳ thực.

PHÂN TÍCH CÔNG TY VÀ LỰA CHỌN CỔ PHIẾU

- **Công ty đầu cơ (speculative)** là công ty có rủi ro cao và hứa hẹn cho lợi nhuận cao.
- **Cổ phiếu đầu cơ** là cổ phiếu có nhiều khả năng mang lại suất sinh lời thấp và có ít khả năng mang lại suất sinh lời cao. Lưu ý rằng cổ phiếu định giá cao là những cổ phiếu đầu cơ.

MỤC TIÊU PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

- Đánh giá tình hình tài chính công ty nhằm trợ giúp cho việc ra quyết định tài chính
- Tùy đối tượng khác nhau
 - ◆ Các nhà quản trị công ty
 - ◆ Các cổ đông
 - ◆ Ngân hàng
 - ◆ Đối tác
- Sử dụng thông tin kế toán và các thông tin khác



CÁC BÁO CÁO TÀI CHÍNH

- **Bảng cân đối kế toán**
- **Báo cáo kết quả kinh doanh**
- **Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**
- **Thuyết minh báo cáo tài chính**



Lưu ý: Phương pháp kế toán khác nhau sẽ cho kết quả khác nhau

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

- **Phản ánh tình hình tài chính của công ty tại một thời điểm**
- **Phần tài sản: Phản ánh lượng tài sản thuộc quyền sở hữu và sử dụng tại thời điểm báo cáo**
- **Phần nguồn vốn: Phản ánh vốn chủ và nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp**
- **Thứ tự sắp xếp: Dựa vào tính thanh khoản**
- **Nguyên tắc: Phản ánh giá trị sổ sách, Tài sản = Nguồn vốn**

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tài sản	1/1/N	31/12/N	Nguồn vốn	1/1/N	31/12/N
I. TS ngắn hạn	320	410	I. Nợ ngắn hạn	270	110
1. Tiền	100	120	1. Vay ngân hàng	200	0
2. CK dễ bán	100	130	2. Phải trả	70	110
3. Phải thu	50	70	II. Nợ dài hạn	200	200
4. Dự trữ	70	90	III. Vốn chủ sở hữu	1350	2100
II. TS dài hạn	1500	2000	1. Vốn góp	1000	1500
1. TSCĐ	1000	1300	2. Thặng dư vốn	200	300
2. ĐT dài hạn	500	700	3. Lợi nhuận tích lũy	150	300
Tổng tài sản	1820	2410	Tổng nguồn vốn	1820	2410

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- Phản ánh kết quả hoạt động kinh doanh trong một thời kỳ
- Kết quả = Doanh thu – Chi phí
- Thời điểm xác định doanh thu, chi phí: Khách hàng chấp nhận thanh toán
- Đo lường kết quả 3 hoạt động: Hoạt động kinh doanh, hoạt động tài chính và hoạt động khác

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chỉ tiêu	Năm N-1	Năm N
1. Doanh thu	750	850
2. Giá vốn hàng bán	350	400
3. Lãi gộp = 1 - 2	400	450
4. Chi phí bán hàng & Quản lý	150	170
5. EBIT = 3 - 4	250	280
6. Chi phí lãi vay	50	30
7. Lợi nhuận trước thuế = 5 - 6	200	250
8. Lợi nhuận sau thuế = 7(1 - TS)	144	180

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

- Phản ánh lưu chuyển tiền tệ của doanh nghiệp, xác định mức tồn quỹ tại từng thời điểm
- $\text{Mức tồn quỹ cuối kỳ} = \text{Tồn quỹ đầu kỳ} + \text{Chênh lệch}$
- $\text{Chênh lệch} = \text{Thu trong kỳ} - \text{Chi trong kỳ}$
- Quan trọng trong quản trị tài chính tác nghiệp

CÁC PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

- Phương pháp so sánh: So sánh chuỗi số liệu theo thời gian hoặc số liệu chéo, hoặc số thực tế với kế hoạch, hoặc theo tỷ trọng, hoặc so sánh với số trung bình ngành
- Phương pháp tỷ lệ
- Phương pháp Dupont



CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

- Các chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán
- Các chỉ tiêu phản ánh mức độ cân đối vốn
- Các chỉ tiêu phản ánh khả năng hoạt động
- Các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời



KHẢ NĂNG THANH TOÁN

- **Khả năng thanh toán hiện hành** =
$$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$
- **Khả năng thanh toán nhanh** =
$$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Dự trữ}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$
- **Khả năng thanh toán tức thời** =
$$\frac{\text{Tiền} + \text{CK ngắn hạn}}{\text{Nợ đến hạn}}$$

KHẢ NĂNG CÂN ĐỐI VỐN

- Tỷ lệ Nợ trên Tổng tài sản = $\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$
- Khả năng thanh toán lãi vay = $\frac{\text{EBIT}}{\text{Lãi vay}}$
- Cơ cấu vốn = $\frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$
- NWC = Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn

KHẢ NĂNG HOẠT ĐỘNG

■ Vòng quay tiền =
$$\frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tiền} + \text{CK để bán bình quân}}$$

■ Vòng quay dự trữ =
$$\frac{\text{Doanh thu}}{\text{Dự trữ bình quân}}$$

■ Kỳ thu tiền bình quân =
$$\frac{\text{Phải thu bình quân} \times 360}{\text{Doanh thu}}$$

■ Hiệu suất sử dụng TSCĐ =
$$\frac{\text{Doanh thu}}{\text{TSCĐ bình quân}}$$

KHẢ NĂNG HOẠT ĐỘNG (Tiếp)

- **Hiệu suất sử dụng TSCĐ** =
$$\frac{\text{Doanh thu}}{\text{TSCĐ bình quân}}$$
- **Hiệu suất sử dụng TS ngắn hạn** =
$$\frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tài sản ngắn hạn bình quân}}$$
- **Hiệu suất sử dụng tổng tài sản** =
$$\frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tổng TS bình quân}}$$

KHẢ NĂNG SINH LỜI

■ **Doanh lợi tiêu thụ sản phẩm** = $\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Doanh thu}}$

■ **ROA** = $\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng TS bình quân}}$

■ **ROE** = $\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{VCSH bình quân}}$



KHẢ NĂNG SINH LỜI

- **EPS** =
$$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế} - \text{Cổ tức cổ phiếu ưu đãi}}{\text{Số lượng cổ phiếu lưu hành}}$$
- **Tỷ suất thu nhập so với thị giá cổ phiếu** =
$$\frac{\text{EPS}}{\text{Thị giá cổ phiếu}}$$
- **BV** =
$$\frac{\text{Vốn góp} + \text{Thặng dư vốn} + \text{Lợi nhuận tích lũy}}{\text{Số lượng cổ phiếu phát hành}}$$
- **P/BV** =
$$\frac{\text{Thị giá cổ phiếu}}{\text{Giá trị sổ sách cổ phiếu}}$$

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH DUPONT

$$ROE = \frac{NI}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E}$$

- NI – Thu nhập sau thuế
- S – Doanh thu
- A - Tổng tài sản
- E - Vốn chủ sở hữu
- NI/S - Tỷ suất lợi nhuận doanh thu
- S/A – Đòn bẩy hoạt động
- A/E – Đòn bẩy tài chính



VÍ DỤ. PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU VINAMILK

- Vinamilk là công ty lớn, sản phẩm khá đa dạng
- 8 Công ty thành viên, mạng lưới phân phối rộng khắp toàn quốc
- 220 nhà phân phối, 90.000 đại lý trên 64 tỉnh thành
- 90% tiêu dùng nội địa, gồm: Hộ gia đình, nhà hàng, các đơn vị
- Các đối thủ cạnh tranh chính: Dutch Lady, Nestle' Vietnam, Nutifood, Hanoi milk, F&N Company
- Phương thức cạnh tranh: Trực tiếp: giá thấp, quảng cáo, sản phẩm mới và mạng lưới phân phối → Yêu cầu về vốn lớn, chi phí quảng cáo lớn, đa dạng hoá sản phẩm và kênh phân phối

PHÂN TÍCH NGÀNH SỮA

- Sản lượng sữa hiện tại 547, 3 triệu lít/năm; 7,9 lít/người-năm
- Sản phẩm ngành đã được chấp nhận
- Thiếu khoảng 120 triệu lít/năm
- Theo tiêu chuẩn WHO: 200 lít/người-năm
- Kinh tế tăng trưởng tốt, thu nhập và tiêu dùng tăng
- Thị trường phát triển với tốc độ 20 – 25%/năm
- Số lượng doanh nghiệp ngành sữa sẽ tăng, đặc biệt sau hội nhập
- Ngành đang ở giai đoạn 2, tăng trưởng với tốc độ cao, 6%/năm

YẾU TỐ CẠNH TRANH

- Thị trường nhà cung cấp: Phụ thuộc nhập khẩu
 - ◆ Thị trường nội địa: 15 – 20%; Chiến lược: 40%
 - ◆ Nhập khẩu: 80 -85%

- Thị trường sản phẩm: Triển vọng tăng khối lượng và giá
 - ◆ Mức tiêu dùng sẽ tăng theo thu nhập và điều kiện sống
 - ◆ Dân số tăng
 - ◆ Trung Quốc: 15 lít/người - năm

- Hàng thay thế: Không có

YẾU TỐ CẠNH TRANH

■ Đối thủ tiềm tàng:

- ◆ Từ các doanh nghiệp mới trong nước và nhập khẩu
- ◆ Rào cản: Vốn đầu tư; kênh phân phối; đổi mới sản phẩm; quảng cáo; lợi thế nhờ quy mô; chính sách bảo hộ

Kết luận:

- Sản lượng sẽ tăng khoảng 20% trong 10 năm tới
- Tiêu dùng sữa sẽ khoản 35 lít/người-năm

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Tài sản	2005	2004	2003	2002
TS ngắn hạn	2,406,477,000,000	1,865,188,777,944	2,005,723,330,450	1,793,337,675,676
TS dài hạn	1,491,459,000,000	785,201,894,504	530,164,965,484	310,333,037,491
Tổng TS	3,897,936,000,000	2,650,390,672,448	2,535,888,295,934	2,103,670,713,167
Nguồn vốn	2005	2004	2003	2002
Nợ	1,651,018,000,000	733,081,541,662	992,322,221,710	605,097,266,019
Nợ ngắn hạn	1,581,146,000,000	609,694,767,301	878,563,582,386	559,907,618,220
Nợ dài hạn	69,872,000,000	123,386,774,361	113,758,639,323	45,189,647,799
Vốn chủ sở hữu	2,246,918,000,000	1,917,309,130,786	1,543,566,074,224	1,498,573,447,148
Tổng nguồn	3,897,936,000,000	2,650,390,672,448	2,535,888,295,934	2,103,670,713,167

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Tài sản	2005	2004	2003	2002
TS ngắn hạn	61.74%	70.37%	79.09%	85.25%
TS dài hạn	38.26%	29.63%	20.91%	14.75%
Tổng TS	100%	100%	100%	100%
Nguồn vốn	2005	2004	2003	2002
Nợ	42.36%	27.66%	39.13%	28.76%
Nợ ngắn hạn	40.56%	23.00%	34.65%	26.62%
Nợ dài hạn	1.79%	4.66%	4.49%	2.15%
Vốn chủ sở hữu	57.64%	72.34%	60.87%	71.24%
Tổng nguồn	100%	100%	100%	100%

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Năm	2005	2004	2003	2002
Doanh thu	5,638,700,000,000	4,240,806,736,910	3,343,789,627,238	4,731,647,875,312
Thu nhập tài chính	55,300,000,000	60,551,043,355	142,687,160,682	60,628,312,023
Giá vốn	4,379,790,000,000	3,171,281,735,180	2,341,747,275,353	3,389,228,749,839
Chi phí bán hàng	654,100,000,000	443,214,732,969	367,522,951,590	581,521,979,653
Chi phí quản lý	80,430,000,000	89,236,822,535	90,894,130,303	134,561,032,887
Chi phí khác	2,320,000,000	769,225,010	12,256,004,681	129,538,841
CFR T. lý TSCĐ	1,800,000,000	272,880,067	2,001,032,042	125,888,768
Chi phí khác	520,000,000	496,344,943	10,254,972,639	3,650,073
Lợi nhuận T. thuế	602,400,000,000	557,231,013,066	726,464,892,837	653,053,229,784
Lợi nhuận sau thuế	605,200,000,000	526,612,677,259	493,996,127,129	444,188,196,253

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Năm	2005	2004	2003
Doanh thu	100%	100%	100%
Giá vốn	77.67%	74.78%	70.03%
Chi phí bán hàng	11.60%	10.45%	10.99%
Chi phí quản lý	1.43%	2.10%	2.72%
Lợi nhuận T. thuế	10.68%	13.14%	21.73%
Lợi nhuận sau thuế	10.73%	12.42%	14.77%

PHÂN TÍCH KHẢ NĂNG CÂN ĐỐI VỐN

Năm	2005	2004	2003
Khả năng thanh toán hiện hành	1.46	2.54	2.02
Khả năng thanh toán nhanh	0.76	0.95	1.04
Vòng quay khoản phải thu	12.16	16.30	9.32
Vòng quay hàng tồn kho	4.48	3.44	3.43
Kỳ thu tiền bình quân	47.79	15.18	36.76
Tiền/Nợ ngắn hạn	30.30%	70.35%	69.80%
Vốn lưu động ròng	755,459	1,132,107	1,013,401

PHÂN TÍCH KHẢ NĂNG CÂN ĐỐI VỐN

Năm	2005	2004	2003
Tỷ lệ nợ dài hạn/vốn dài hạn	0.03	0.06	0.07
Tổng nợ/tổng vốn dài hạn	0.42	0.28	0.39
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	57.64%	72.34%	60.87%
Vốn lưu động ròng	755,459	1,132,107	1,013,401

PHÂN TÍCH KHẢ NĂNG SINH LỜI

Năm	2005	2004	2003
ROA	18.70%	20.54%	21.82%
ROE	29.07%	30.43%	32.48%
Tỷ suất lợi nhuận doanh thu	10.73%	12.42%	14.77%
Đòn bẩy hoạt động	1.72	1.64	1.44
Đòn bẩy tài chính	1.57	1.50	1.53

PHÂN TÍCH RỦI RO KINH DOANH

- Là độ không chắc chắn của thu nhập do yếu tố ngành
- Sự thay đổi lợi nhuận do thay đổi sản phẩm, giá thành, giá bán
- Rủi ro kinh doanh của Vinamilk ở mức trung bình
- Đòn bẩy hoạt động = $\text{Sum} | (1)/(2) | /3 = 18.89\%$

(1) % thay đổi lợi nhuận HĐKD	-2.36%	-1.21%	-13.21%
(2) % thay đổi doanh thu	32.96%	26.83%	-29.33%
(1)/(2)	-7.17%	-4.49%	45.02%

PHÂN TÍCH KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG

- Khả năng tăng trưởng phụ thuộc ROE và lợi nhuận giữ lại
- Do yếu tố cạnh tranh, mở rộng đầu tư, lợi nhuận biên giảm
- Hiệu quả sử dụng tài sản tăng, đòn bẩy hoạt động cao
- Đòn bẩy tài chính khá ổn định, rủi ro tài chính thấp
- Rủi ro tỷ giá cao do nhập khẩu nguyên liệu, tiêu thụ nội địa
- Khả năng đa dạng hoá đầu tư cao
- Khả năng thanh toán tốt

- Vinamilk đạt tốc độ tăng trưởng ổn định 17 - 20%