



TÀI LIỆU HỌC CHỨNG KHOẢN

Được tài trợ bởi nhãn hiệu com văn phòng Obento

www.obento.com.vn

2008

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

1.1. ĐẠI CƯƠNG VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

1.1.1. Khái niệm thị trường tài chính

Nhu cầu về vốn để tiến hành đầu tư và các nguồn tiết kiệm có thể phát sinh từ các chủ thể khác nhau trong nền kinh tế. Trong đó, thường xảy ra tình huống: những người có cơ hội đầu tư sinh lời thì thiếu vốn, trái lại những người có vốn nhàn rỗi lại không có cơ hội đầu tư hoặc không biết đầu tư vào đâu. Từ đó hình thành nên một cơ chế chuyển đổi từ tiết kiệm sang đầu tư. Cơ chế đó được thực hiện và điều chỉnh trong khuôn khổ một thị trường đó là thị trường tài chính. Trên thị trường tài chính, những người thiếu vốn huy động vốn bằng cách phát hành ra các công cụ tài chính như cổ phiếu, trái phiếu.... Những người có vốn dư thừa, thay vì trực tiếp đầu tư vào máy móc thiết bị, nhà xưởng để sản xuất hàng hóa hay cung cấp dịch vụ, sẽ đầu tư (mua) các công cụ tài chính được phát hành bởi những người cần huy động vốn.

Vậy, thị trường tài chính là nơi diễn ra sự chuyển vốn từ những người dư thừa vốn tới những người thiếu vốn. Thị trường tài chính cũng có thể được định nghĩa là nơi phát hành, mua bán, trao đổi và chuyển nhượng các công cụ tài chính theo các quy tắc, luật lệ đã được ấn định.

Trong nền kinh tế thị trường, sự tồn tại và phát triển của thị trường tài chính là tất yếu khách quan. Hoạt động trên thị trường tài chính có những tác động, hiệu ứng trực tiếp tới hiệu quả đầu tư của các cá nhân của các doanh nghiệp và hành vi của người tiêu dùng, và tới động thái chung của toàn bộ nền kinh tế.

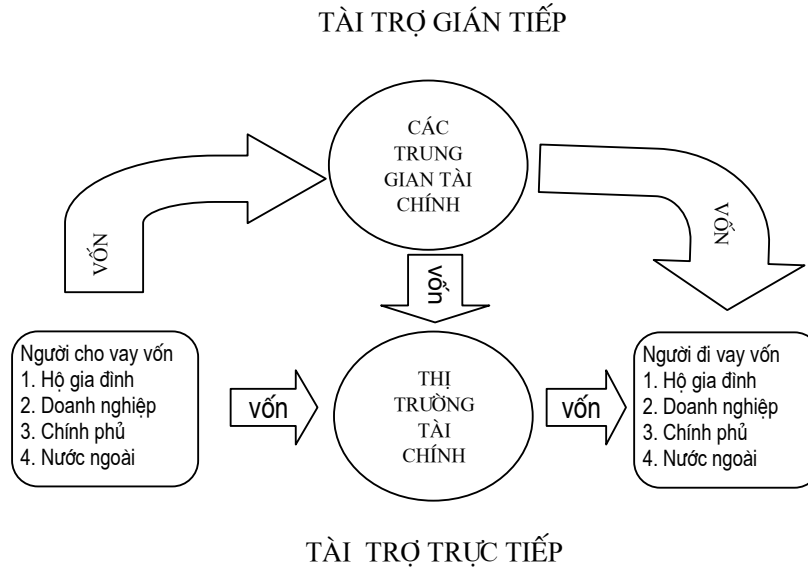
1.1.2. Chức năng của thị trường tài chính

- Huy động và dẫn vốn từ nơi thừa vốn sang nơi thiếu vốn

Thị trường tài chính có chức năng cơ bản là dẫn vốn từ những người dư thừa vốn sang những người cần vốn. Với những người dư thừa vốn, thu nhập lớn hơn chi tiêu, những người này có thể là Chính phủ, các tổ chức hoặc cá nhân. Trong khi đó, do chi tiêu lớn hơn thu nhập, chính phủ, các tổ chức và

cá nhân khác lại cần vốn. Sự chuyển dịch vốn này được thực hiện theo sơ đồ sau:

Sơ đồ: Chức năng dẫn chuyển vốn của thị trường tài chính



Qua sơ đồ trên ta thấy, sự chuyển dịch vốn được thực hiện qua hai con đường, tài trợ trực tiếp và tài trợ gián tiếp. Trong tài trợ trực tiếp, những người cần vốn huy động trực tiếp từ những người có vốn bằng cách bán các chứng khoán cho họ. Các chứng khoán này là các công cụ tài chính, nó cung cấp quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản và các quyền khác cho chủ sở hữu đối với người phát hành. Các chứng khoán được mua bán rộng rãi trên thị trường cấp một và thị trường cấp hai. Cách thức thứ hai để dẫn vốn là tài trợ gián tiếp thông qua các trung gian tài chính. Các trung gian tài chính như các ngân hàng, các tổ chức tín dụng, các tổ chức bảo hiểm và các trung gian khác có vai trò cực kỳ quan trọng trong việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế, đồng thời các tổ chức này cũng có vai trò quan trọng trong việc cấp vốn và hỗ trợ cho dòng tài chính trực tiếp như thông qua các hoạt động: đại lý, bảo lãnh, thanh toán v.v..

Như vậy, thông qua việc dẫn chuyển vốn, thị trường tài chính có vai trò quan trọng trong việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế, trên cơ sở đó làm tăng năng suất và hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế. Thị trường tài chính trực tiếp cải thiện mức sống cho cả những người có vốn và những người cần vốn.

- Xác định giá cả của các tài sản tài chính.

Thông qua quan hệ giữa người mua và người bán (quan hệ cung cầu trên thị trường) giá cả của các tài sản tài chính được xác định, hay nói cách khác, lợi tức yêu cầu của tài sản tài chính được xác định. Vì vậy, thị trường tài chính là nơi hình thành nên giá cả của các tài sản tài chính - các "hàng hoá" trên thị trường.

- Tạo tính thanh khoản cho tài sản tài chính.

Thị trường tài chính cung cấp một cơ chế để các nhà đầu tư có thể trao đổi, mua bán các tài sản tài chính của mình trên thị trường thứ cấp, như vậy thị trường tài chính tạo ra tính thanh khoản cho các tài sản tài chính. Nếu thiếu tính thanh khoản, người đầu tư sẽ buộc phải nắm giữ các công cụ nợ cho tới khi đáo hạn, hoặc nắm giữ các công cụ vốn cho tới khi công ty phá sản hoặc giải thể phải thanh lý tài sản.

Mức độ thanh khoản của các thị trường tài chính là khác nhau, nó phụ thuộc vào sự phát triển của thị trường.

- Giảm thiểu chi phí cho các chủ thể tham gia trên thị trường

Để cho các giao dịch có thể diễn ra, những người mua và những người bán cần phải bỏ ra các chi phí như chi phí tìm kiếm đối tác và tìm kiếm thông tin trong quá trình trước, trong và sau khi ra các quyết định đầu tư. Nhờ tính tập trung, các thông tin phục vụ quá trình đầu tư được cung cấp đầy đủ, chính xác và nhanh chóng trên thị trường tài chính, từ đó cho phép giảm thiểu những chi phí đối với các bên tham gia giao dịch và góp phần tăng hiệu quả đối với các chủ thể trên thị trường cũng như đối với toàn bộ nền kinh tế.

- Khuyến khích cạnh tranh và tăng hiệu quả kinh doanh

Thị trường tài chính là thị trường định giá các công cụ tài chính, vì vậy, sẽ khuyến khích quá trình phân phối vốn một cách có hiệu quả, góp phần tăng tính cạnh tranh giữa các doanh nghiệp và từ đó đặt ra cho các doanh nghiệp phải tăng hiệu quả kinh doanh để có thể tồn tại và phát triển.

- Ổn định và điều hoà lưu thông tiền tệ.

Thị trường tài chính có một chức năng quan trọng là ổn định và điều hoà lưu thông tiền tệ, đảm bảo sự phát triển lành mạnh của nền kinh tế. Chức năng này được thể hiện thông qua việc mua bán các trái phiếu, tín phiếu và các giấy tờ có giá khác của Ngân hàng Trung ương trên thị trường tài chính và thị trường tiền tệ. Thông qua đó, Chính phủ có thể huy động được nguồn vốn lớn để bù đắp thâm hụt ngân sách và kiểm soát lạm phát. Ngoài ra, Ngân hàng Trung ương cũng có thể mua bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối để

điều chỉnh lượng cung và cầu ngoại tệ nhằm giúp Chính phủ ổn định tỷ giá hối đoái.

Như vậy, thị trường tài chính có chức năng hết sức quan trọng không những đối với nền kinh tế mà cả đối với từng cá nhân, tổ chức kinh tế. Thị trường tài chính tạo điều kiện cho phép vốn được chuyển từ người có tiền nhàn rỗi và không có cơ hội đầu tư hiệu quả sang cho người có cơ hội đầu tư, có khả năng sản xuất, giúp nâng cao năng suất và hiệu quả toàn bộ nền kinh tế. Ngoài ra, thị trường tài chính cũng trực tiếp cải thiện mức sống của người tiêu dùng bằng cách giúp họ chọn thời điểm cho việc mua sắm tốt hơn. Thị trường tài chính hoạt động hiệu quả sẽ trực tiếp cải thiện đời sống kinh tế xã hội.

1.1.3. Cấu trúc của thị trường tài chính

Căn cứ vào các tiêu thức khác nhau, người ta phân loại thị trường tài chính thành các thị trường bộ phận.

**** Thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần.***

Căn cứ vào phương thức huy động vốn của tổ chức phát hành, thị trường tài chính được phân thành thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần.

Thị trường nợ là thị trường mà hàng hoá được mua bán tại đó là các công cụ nợ. Thực chất của việc phát hành các công cụ nợ này là nhà phát hành đứng ra đi vay theo phương thức có hoàn trả cả gốc và lãi. Người cho vay không chịu bất cứ trách nhiệm nào về kết quả hoạt động sử dụng vốn của người vay và trong mọi trường hợp, nhà phát hành phải có trách nhiệm hoàn trả theo các cam kết đã được xác định trong hợp đồng vay. Các công cụ nợ có thời hạn xác định, có thể là ngắn hạn, trung hạn hay dài hạn. Tín phiếu và trái phiếu là hai ví dụ điển hình của các công cụ nợ.

Khác với thị trường nợ, *thị trường vốn cổ phần là nơi mua bán các cổ phiếu, giấy xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng góp của mình. Cổ phiếu sẽ cho phép họ có quyền yêu cầu đối với lợi nhuận sau thuế của công ty cũng như đối với tài sản của công ty. Cổ phiếu là vô thời hạn vì chúng không xác định cụ thể ngày mãn hạn. Người sở hữu cổ phiếu chỉ có thể lấy lại tiền bằng cách bán lại cổ phiếu đó trên thị trường thứ cấp hoặc khi công ty tuyên bố phá sản.*

**** Thị trường tiền tệ và thị trường vốn.***

Căn cứ vào thời hạn luân chuyển của vốn, thị trường tài chính được chia thành thị trường tiền tệ và thị trường vốn.

Thị trường tiền tệ là thị trường tài chính trong đó các công cụ ngắn hạn (có kỳ hạn dưới một năm) được mua bán, còn *thị trường vốn* là thị trường giao dịch, mua bán các công cụ tài chính trung và dài hạn (gồm các công cụ vay nợ dài hạn và cổ phiếu). Vốn ngắn hạn chủ yếu do các ngân hàng cung cấp, còn thị trường chứng khoán là đặc trưng cơ bản của thị trường vốn.

Các hàng hoá trên thị trường tiền tệ có đặc điểm là thời gian đáo hạn ngắn hạn nên có tính lỏng cao, độ rủi ro thấp và ổn định. Thị trường tiền tệ bao gồm: thị trường liên ngân hàng, thị trường tín dụng, thị trường ngoại hối.

*** *Thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.***

Căn cứ vào tính chất của việc phát hành các công cụ tài chính, thị trường tài chính được chia thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

Thị trường sơ cấp. Thị trường sơ cấp hay còn gọi là thị trường phát hành là thị trường trong đó các công cụ tài chính được mua bán lần đầu tiên. Do là thị trường phát hành lần đầu nên thị trường này còn được gọi là thị trường cấp một.

Thị trường sơ cấp ít quen thuộc với công chúng đầu tư vì việc bán chứng khoán tới những người mua đầu tiên được tiến hành theo những phương thức và đặc thù riêng, thông thường chỉ giới hạn ở một số thành viên nhất định.

Thị trường thứ cấp. Thị trường thứ cấp là thị trường giao dịch các công cụ tài chính sau khi chúng đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Thị trường thứ cấp còn được gọi là thị trường cấp hai.

Hoạt động trên thị trường thứ cấp diễn ra trong phạm vi rộng hơn với tổng mức lưu chuyển vốn lớn hơn nhiều so với thị trường sơ cấp. Tuy nhiên, việc mua bán chứng khoán trên thị trường này không làm thay đổi nguồn vốn của tổ chức phát hành mà thực chất chỉ là quá trình chuyển vốn từ chủ thể này sang chủ thể khác hay nói cách khác trên thị trường thứ cấp diễn ra việc trao đổi, mua bán các "quyền sở hữu công cụ tài chính".

Thị trường thứ cấp làm cho các công cụ tài chính có tính lỏng và tính sinh lợi cao hơn và do đó tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát hành trên thị trường sơ cấp. Vì vậy, có thể nói thị trường thứ cấp là động lực thúc đẩy sự phát triển của thị trường sơ cấp.

Mối quan hệ giữa thị trường tài chính sơ cấp và thứ cấp là mối quan hệ

nội tại, hữu cơ và biện chứng. Thị trường sơ cấp đóng vai trò là cơ sở, tiền đề cho thị trường thứ cấp và ngược lại thị trường thứ cấp đóng vai trò là động lực, thúc đẩy thị trường sơ cấp phát triển.

1.1.4. Mối quan hệ giữa các thị trường bộ phận cấu thành thị trường tài chính.

Các bộ phận của thị trường tài chính (thị trường bộ phận) có mối quan hệ tương hỗ không thể tách rời. Mối quan hệ của chúng được hình thành từ các luồng chu chuyển về vốn giữa các bộ phận, biến động trên thị trường này sẽ tạo ra các luồng vốn chu chuyển, từ đó tác động đến quan hệ cung cầu, làm thay đổi những chỉ số phản ánh hoạt động của thị trường khác.

Về mặt thời gian, thị trường tiền tệ xuất hiện trước thị trường vốn nhưng chúng đều là những mắt xích trong một dây chuyền hoàn chỉnh - hệ thống tài chính quốc gia và quốc tế. Theo sự phát triển của nền kinh tế, thị trường tài chính ngày càng trở nên linh hoạt, tinh vi và phức tạp hơn, ranh giới giữa các công cụ, giữa các thị trường bộ phận ngày càng mang tính tương đối. Các công cụ tài chính được lưu thông đan xen giữa các loại thị trường và được chuyển hoá lẫn nhau. Những công cụ mới xuất hiện liên tục, trong đó có những công cụ mang tính hỗn hợp với những đặc tính vốn tồn tại tách rời nhau. Các thị trường bộ phận do đó càng trở nên gắn bó với nhau chặt chẽ hơn.

Mối quan hệ giữa các thị trường bộ phận thông qua công cụ lãi suất và được phản ánh bởi sự biến động của các chỉ số khác như giá chứng khoán, tỷ giá hối đoái. Sự thay đổi của lãi suất chắc chắn sẽ dẫn đến những biến động về giá chứng khoán và tỷ giá hối đoái. Ngược lại, những biến động này sẽ cân bằng trở lại dưới tác dụng của việc điều chỉnh lãi suất. Có thể nói, lạm phát và lãi suất là hai nhân tố vĩ mô ảnh hưởng tới giá cả trên thị trường chứng khoán, trong đó lãi suất là nhân tố gây tác động trực tiếp tới giá chứng khoán thông qua việc thay đổi lợi suất yêu cầu của nhà đầu tư. Khi thị trường tiền tệ có dấu hiệu thay đổi lãi suất chiết khấu và tái chiết khấu từ NHTW, lập tức sẽ ảnh hưởng tới giá chứng khoán.

Tóm lại, các thị trường bộ phận có mối quan hệ khăng khít, biện chứng và tác động lẫn nhau, ảnh hưởng và chi phối đến nhau. Đây chính là một yếu tố tạo nên tính đồng bộ của thị trường tài chính.

1.1.5. Các công cụ của thị trường tài chính

1.1.5.1. Các công cụ của thị trường tiền tệ

Do có thời gian đáo hạn là ngắn hạn, những công cụ tài chính trên thị trường tiền tệ có đặc điểm là có tính rủi ro, mức độ dao động giá thấp và do đó đầu tư vào các công cụ này sẽ có ít rủi ro nhất.

- Tín phiếu kho bạc

Là công cụ vay nợ ngắn hạn của Chính phủ thường được phát hành với kỳ hạn thanh toán là 3, 6 và 12 tháng. Chúng được trả lãi với mức lãi suất cố định và được hoàn trả vốn khi đến hạn thanh toán hoặc được thanh toán lãi do việc bán lần đầu có giảm giá, tức là, với giá thấp hơn so với khoản tiền đã định được thanh toán khi hết hạn (hình thức chiết khấu).

Tín phiếu kho bạc là loại có tính lỏng và an toàn nhất trong tất cả các công cụ trên thị trường tiền tệ, do vậy, chúng được ưa chuộng và mua bán nhiều nhất trên thị trường. Sở dĩ tín phiếu kho bạc là loại công cụ an toàn nhất trong tất cả các loại công cụ ở thị trường tiền tệ vì được sự bảo đảm chi trả của Chính phủ.

Tín phiếu kho bạc là công cụ được nắm giữ chủ yếu bởi các ngân hàng thương mại, ngoài ra cũng có một lượng nhỏ các hộ gia đình, các công ty và các trung gian tài chính khác nắm giữ tín phiếu kho bạc. Các ngân hàng thương mại nắm giữ tín phiếu kho bạc ngoài mục đích đầu tư nguồn vốn đang bị đóng băng để hưởng lợi tức còn sử dụng tín phiếu kho bạc như là khoản tiền dự trữ cấp hai.

Ngoài ra, NHTW có thể sử dụng công cụ tín phiếu kho bạc để thực hiện nghiệp vụ thị trường mở nhằm điều chỉnh lượng tiền cung ứng ra lưu thông và kiểm soát thị trường tiền tệ.

- Giấy chứng nhận tiền gửi của ngân hàng

Giấy chứng nhận tiền gửi (CDs) là một công cụ vay nợ do ngân hàng thương mại bán cho người gửi tiền. Người gửi được thanh toán lãi hàng năm theo một tỷ lệ nhất định và khi đến kỳ hạn thanh toán, thì hoàn trả gốc theo giá mua ban đầu. Hiện nay, công cụ này được hầu hết các ngân hàng thương mại lớn phát hành và thu được thành công to lớn, với tổng số dư gần đây vượt quá tổng số dư của tín phiếu kho bạc. Các chứng chỉ tiền gửi có thể được bán lại trên thị trường thứ cấp.

- Thương phiếu

Thương phiếu hay còn gọi là kỳ phiếu thương mại là công cụ vay nợ ngắn hạn do các ngân hàng lớn và các công ty phát hành. Trước đây các công ty thường vay vốn ngắn hạn ở các ngân hàng thương mại, nhưng sau đó họ dựa chủ yếu vào việc bán thương phiếu cho các trung gian tài chính và các công ty khác để vay vốn tức thời. Thương phiếu bao gồm:

* *Hối phiếu*: Là một giấy ghi nợ do người bán ký phát trao cho người mua, trong đó yêu cầu người mua phải trả một số tiền nhất định khi đến hạn cho người bán hoặc bất kỳ người nào thụ hưởng hối phiếu.

* *Lệnh phiếu*: Là một giấy nhận nợ do người mua ký phát trao cho người bán, trong đó người mua cam kết trả một số tiền nhất định khi đến hạn thanh toán cho người thụ hưởng lệnh phiếu.

- Hối phiếu được ngân hàng chấp nhận

Hối phiếu được ngân hàng chấp nhận là một hối phiếu ngân hàng (sự hứa hẹn thanh toán tương tự một tấm séc) do một công ty phát hành, được thanh toán trong tương lai và được ngân hàng bảo đảm với một khoản lệ phí bằng cách ngân hàng đóng dấu "đã chấp nhận" lên hối phiếu. Công ty phát hành hối phiếu phải gửi một khoản tiền bắt buộc theo thỏa thuận vào tài khoản của mình tại ngân hàng đủ để trả cho hối phiếu. Nếu công ty không có khả năng thanh toán ngân hàng buộc phải thanh toán theo số tiền đã ghi trên hối phiếu cho người thụ hưởng.

Các hối phiếu "đã chấp nhận" này thường được mua đi bán lại ở thị trường thứ cấp và như vậy, nó có tác dụng tương tự như tín phiếu kho bạc. Ngoài ra, người sở hữu hối phiếu cũng có thể chiết khấu lại trên thị trường để thu tiền trước. Đặc điểm của loại công cụ này là lãi suất thấp và có độ an toàn cao.

1.1.5.2. Các công cụ trên thị trường vốn

Các công cụ trên thị trường vốn là các công cụ nợ và công cụ vốn với thời gian đáo hạn (kỳ hạn thanh toán) trên một năm hay vô hạn.

Khác với các công cụ trên thị trường tiền tệ, các công cụ trên thị trường vốn có mức độ biến động giá mạnh hơn và tính thanh khoản thấp hơn so với các công cụ trên thị trường tiền tệ, do vậy các công cụ này có mức độ rủi ro do lớn và lợi tức thường cao hơn.

- Cổ phiếu

Cổ phiếu là giấy chứng nhận quyền sở hữu và lợi ích hợp pháp đối với thu nhập ròng và tài sản của công ty cổ phần.

Cổ phiếu có thể được chia làm hai loại:

- **Cổ phiếu thông thường** (cổ phiếu phổ thông) là loại cổ phiếu có thu nhập không cố định, cổ tức biến động tùy theo sự biến động lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, thị giá cổ phiếu lại rất nhạy cảm trên thị trường, không chỉ phụ thuộc vào lợi nhuận công ty mà còn rất nhiều nhân tố khác như: môi trường kinh tế, thay đổi lãi suất, hay nói cách khác tuân theo quy luật cung cầu. Cụ thể hơn nữa, thị giá cổ phiếu thông thường phụ thuộc vào tăng trưởng kinh tế nói chung và biến động theo chiều ngược lại với biến động lãi suất trái phiếu chính phủ, các công cụ vay nợ dài hạn lãi suất cố định và lãi suất huy động tiền gửi của ngân hàng.

- **Cổ phiếu ưu đãi:** là loại cổ phiếu có quyền nhận được thu nhập cố định theo một tỷ lệ lãi suất nhất định, không phụ thuộc vào lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, thị giá của cổ phiếu này phụ thuộc vào sự thay đổi lãi suất trái phiếu kho bạc và tình hình tài chính của công ty.

Như vậy, việc đầu tư vào cổ phiếu không chỉ đơn giản là nhận được cổ tức, mà quan trọng hơn chính là chênh lệch giá cổ phiếu trên thị trường (lãi vốn). Khi cổ phiếu của công ty được nhiều người mua, chứng tỏ thị trường tin tưởng vào hiện tại và khả năng phát triển của công ty trong tương lai và ngược lại.

Một nhà đầu tư chứng khoán không chỉ xác định thời điểm và mức giá mua bán một loại chứng khoán, mà còn phải biết trung hoà rủi ro bằng cách đa dạng hoá thông qua việc xây dựng được danh mục chứng khoán có các mức độ rủi ro khác nhau hoặc chu kỳ giao động lệch nhau.

- Các khoản tín dụng cầm cố

Là các khoản vay cho vay đối với các cá nhân hoặc các công ty kinh doanh vay để đầu tư và những công trình kiến trúc, nhà, đất đai và dùng chính các tài sản này làm vật thế chấp cho các món vay. Hình thức này chiếm một phần lớn trong nguồn tài trợ của các công ty, thậm chí còn chiếm một tỷ trọng lớn tại các nước phát triển.

- Các khoản tín dụng thương mại

Là các khoản cho vay trung và dài hạn của các ngân hàng thương mại hoặc các công ty tài chính cho người tiêu dùng hoặc các doanh nghiệp có

nhu cầu vay vốn. Thông thường, các khoản tín dụng này không được giao dịch, mua bán trên thị trường thứ cấp do đó chúng có tính thanh khoản thấp.

- Trái phiếu công ty

Trái phiếu là giấy chứng nhận việc vay vốn của một chủ thể (người phát hành) đối với một chủ thể khác (người cho vay - người sở hữu trái phiếu). Trái phiếu quy định trách nhiệm hoàn trả gốc và lãi của tổ chức phát hành cho người sở hữu trái phiếu khi đến thời điểm đáo hạn.

Trái phiếu công ty là loại trái khoán dài hạn, do các công ty phát hành với lãi suất khá cao, giúp công ty huy động khối lượng vốn lớn trong một thời gian ngắn. Ngoài ra, trái phiếu công ty còn có khả năng chuyển đổi và một số loại có thể chuyển thành cổ phiếu. Do vậy, trái phiếu công ty là một công cụ được lưu hành rộng rãi trên thị trường vốn.

- Các loại chứng khoán chính phủ: Là các công cụ vay nợ do Chính phủ phát hành như: Trái phiếu Chính phủ; Tín phiếu kho bạc; Công trái quốc gia...

1.2. TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

1.2.1. Lịch sử hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán được xem là đặc trưng cơ bản, là biểu tượng của nền kinh tế hiện đại. Người ta có thể đo lường và dự tính sự phát triển kinh tế qua diễn biến trên thị trường chứng khoán. *Là một bộ phận cấu thành của thị trường tài chính, thị trường chứng khoán được hiểu một cách chung nhất, là nơi diễn ra các giao dịch mua bán, trao đổi các chứng khoán - các hàng hoá và dịch vụ tài chính giữa các chủ thể tham gia. Việc trao đổi mua bán này được thực hiện theo những quy tắc ấn định trước.*

Hình thức sơ khai của thị trường chứng khoán đã xuất hiện cách đây hàng trăm năm. Vào khoảng thế kỷ 15, ở các thành phố trung tâm thương mại của các nước phương Tây, trong các chợ phiên hay hội chợ, các thương gia thường tụ tập tại các quán cà phê để thương lượng mua bán, trao đổi hàng hoá. Đặc điểm của hoạt động này là các thương gia chỉ trao đổi bằng lời nói với nhau về các hợp đồng mua bán mà không có sự xuất hiện của bất cứ hàng hoá, giấy tờ nào. Đến cuối thế kỷ 15, "khu chợ riêng" đã trở thành thị trường hoạt động thường xuyên với những quy ước xác định cho các cuộc thương lượng. Những quy ước này dần trở thành các quy tắc có tính chất bất

buộc đối với các thành viên tham gia.

Buổi họp đầu tiên diễn ra năm 1453 tại một lữ quán của gia đình Vanber tại thành phố Bruges (Vương quốc Bỉ). Trước lữ quán có một bảng hiệu vẽ hình ba túi da và chữ Bourse. Ba túi da tượng trưng cho ba nội dung của thị trường: Thị trường hàng hoá; Thị trường ngoại tệ và Thị trường chứng khoán động sản; còn chữ Bourse có nghĩa là "mậu dịch thị trường" hay còn gọi là "nơi buôn bán chứng khoán".

Đến năm 1547, thị trường ở thành phố Bruges bị sụp đổ do cửa biển Evin - nơi dẫn các tàu thuyền vào buôn bán tại thành phố bị cát biển lấp mất.

Tuy nhiên, vào năm 1531, thị trường này đã được dời tới thành phố cảng Anvers (Bỉ), từ đó, thị trường này phát triển nhanh chóng. Một thị trường như vậy cũng được thành lập ở London (Vương quốc Anh) vào thế kỷ 18 và sau đó là một loạt thị trường tại Pháp, Đức, Ý và một số nước Bắc Âu và Mỹ cũng được thành lập. Sau một thời gian hoạt động, thị trường đã chứng tỏ khả năng không đáp ứng được yêu cầu của cả ba giao dịch khác nhau. Vì thế, thị trường hàng hoá được tách ra thành các khu thương mại, thị trường ngoại tệ được tách ra và phát triển thành thị trường hối đoái. Thị trường chứng khoán động sản trở thành thị trường chứng khoán. Như vậy, thị trường chứng khoán được hình thành cùng với thị trường hàng hoá và thị trường hối đoái.

Quá trình phát triển của thị trường chứng khoán đã trải qua nhiều bước thăng trầm. Lịch sử đã ghi nhận hai đợt khủng hoảng lớn, đó là khi các thị trường chứng khoán lớn ở Mỹ, Tây Âu, Bắc Âu, Nhật Bản bị sụp đổ chỉ trong vài giờ vào "*ngày thứ năm đen tối*", 29/10/1929 và "*ngày thứ hai đen tối*", 19/10/1987. Song, trải qua các cuộc khủng hoảng, cuối cùng thị trường chứng khoán lại được phục hồi và tiếp tục phát triển, trở thành một thể chế tài chính không thể thiếu được trong nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường.

Hiện nay, do các biến động lớn trong nền kinh tế thế giới, do tác động của tiến bộ khoa học kỹ thuật và với mong muốn của Chính phủ các nước trong việc tăng cường vai trò của thị trường chứng khoán đối với đời sống kinh tế, thị trường chứng khoán đã được tạo mọi điều kiện phát triển. Các chính sách của Chính phủ các nước đã góp phần thúc đẩy sự hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán thể hiện:

Thứ nhất, Chính phủ các nước đã cải cách mạnh hệ thống thuế nhằm kích thích tiết kiệm và đầu tư. Các khoản thuế đối với thu nhập từ đầu tư cổ phiếu giảm đáng kể đã khuyến khích các doanh nghiệp tăng vốn chủ sở hữu. Với các doanh nghiệp Hàn Quốc, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu đã giảm từ khoảng 500% vào đầu những năm 80 xuống còn 250% vào cuối những năm 90. Chính phủ Anh và Mỹ đã khuyến khích quá trình sáp nhập các doanh nghiệp nhằm làm tăng khả năng cạnh tranh và tính hiệu quả của chính các doanh nghiệp này. Ở nhiều nước, số lượng các công ty cổ phần mới ngày càng gia tăng.

Đồng thời với các chính sách khuyến khích phát triển, Chính phủ các nước cũng tăng cường quản lý Nhà nước đối với hoạt động của thị trường. Ủy ban chứng khoán - cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán được thành lập. Ví dụ, Ủy ban chứng khoán Anh được thành lập năm 1968, Ủy ban các nghiệp vụ chứng khoán Pháp được thành lập năm 1967, Ủy ban chứng khoán Thái Lan thành lập năm 1992. Hệ thống các văn bản pháp luật cũng được hoàn thiện hơn để đảm bảo quyền lợi cho các nhà đầu tư và chống lại các hành vi phi đạo đức trong kinh doanh chứng khoán.

Thứ hai, một loạt các công cụ tài chính mới được tạo ra nhằm đáp ứng tốt hơn cho nhu cầu của nhà phát hành và các nhà đầu tư. Các công cụ này được hình thành từ việc lai ghép các công cụ sẵn có, nhằm tận dụng các lợi thế về pháp lý hoặc kết hợp giữa các lợi thế của vốn chủ sở hữu với lợi thế của vốn vay. Điều này không chỉ giúp cho các doanh nghiệp có thể huy động vốn với chi phí thấp hơn, dễ thay đổi cơ cấu vốn đầu tư, mà còn tạo nhiều cơ hội lựa chọn hơn cho các nhà đầu tư. Hàng loạt các công cụ phòng vệ cũng xuất hiện như các hợp đồng quyền chọn, hợp đồng kỳ hạn và các công cụ dẫn suất mới. Các công cụ này vừa làm giảm rủi ro cho các nhà đầu tư, vừa tăng tính lỏng của tài sản, trên cơ sở đó làm giảm chi phí cho nhà phát hành.

Thứ ba, các nước tiến hành thành lập các thị trường giao dịch qua quầy với các yêu cầu niêm yết ít chặt chẽ hơn nhằm tạo điều kiện cho các công ty mới và các doanh nghiệp có tầm cỡ trung bình có thể tham gia thị trường. Bởi vậy, cơ hội huy động vốn cho các doanh nghiệp cũng như khả năng đa dạng hoá danh mục đầu tư cho các nhà kinh doanh chứng khoán được gia tăng đáng kể.

Thứ tư, thị trường chứng khoán đã có sự đổi mới mạnh mẽ về kỹ thuật. Các thị trường được tin học hoá triệt để, đồng thời với các cải cách về nghiệp vụ giao dịch, nghiệp vụ lưu ký và thanh toán, cải cách về tiền hoa hồng v.v.. đã làm giảm chi phí trung gian, giảm thời gian và tăng khối lượng giao dịch qua thị trường. Điều này được đặc biệt ghi nhận tại thị trường chứng khoán London qua cải cách có tên gọi "Big Bang" năm 1986. Nhờ những tiến bộ khoa học kỹ thuật đó, thị trường chứng khoán ngày nay phát triển mạnh mẽ với mức độ quốc tế hoá ngày càng cao. Sự thống nhất Châu Âu đã hợp nhất hàng loạt các thị trường chứng khoán, tạo cơ hội mới cho việc phát triển thị trường.

Thứ năm, thành lập thị trường các công cụ dẫn suất (Derivatives Markets). Năm 1986, Pháp thành lập thị trường MATIF (Marché à Terme International de France) và đến năm 1987, thành lập thêm thị trường MONEP (Marché d'Options Négociables de Paris). Các thị trường này được thành lập để tạo điều kiện cho các tổ chức kinh tế và các nhà kinh doanh chứng khoán có khả năng phòng ngừa các rủi ro liên quan đến các biến động về giá cổ phiếu, về lãi suất và tỷ giá hối đoái, đồng thời làm tăng vốn khả dụng trên thị trường giao ngay, thông qua khả năng kinh doanh chênh lệch giá. Chính các thị trường này cũng thúc đẩy hiện đại hoá thị trường tài chính Pháp và giúp cho thị trường này cạnh tranh được với trung tâm tài chính London.

Thứ sáu, đẩy mạnh sự tham gia của các trung gian tài chính trên thị trường chứng khoán, đặc biệt sau khủng hoảng tài chính năm 1987, người ta đã nhận ra rằng, các thành viên lớn nhất của Sở giao dịch chứng khoán London không thể có đủ lượng vốn cần thiết để cạnh tranh với các nhà kinh doanh chứng khoán của Mỹ và Nhật Bản. Vì thế, các nhà quản lý vốn bảo thủ của Anh đã phải nới rộng các điều kiện cho phép các trung gian tài chính, trong đó có các ngân hàng thương mại, tham gia vào thị trường, và chính điều đó đã làm tăng tính hiệu quả của thị trường chứng khoán.

Thứ bảy, sự hiện đại hoá thị trường vay nợ của Chính phủ tạo điều kiện cho Nhà nước có thể tăng cường huy động các nguồn tài chính trên thị trường với các chi phí thấp hơn, tránh nguy cơ lạm dụng phát hành để tài trợ cho Ngân sách và tạo điều kiện thực hiện chính sách tiền tệ.

Với những cải cách đó, thị trường chứng khoán đã trở thành một kênh dẫn vốn quan trọng, một thực thể không thể thiếu được đối với nền kinh tế hiện đại.

1.2.2. Khái niệm và bản chất của thị trường chứng khoán

Hiện nay, tồn tại nhiều quan niệm khác nhau về thị trường chứng khoán

Quan điểm thứ nhất cho rằng thị trường chứng khoán (TTCK) và thị trường vốn là một, chỉ là tên gọi khác nhau của cùng một khái niệm: Thị trường tư bản (Capital Market). Nếu xét về mặt nội dung, thì thị trường vốn biểu hiện các quan hệ bản chất bên trong của quá trình mua bán các chứng khoán. TTCK là biểu hiện bên ngoài, là hình thức giao dịch vốn cụ thể. Do đó, các thị trường này không thể phân biệt, tách rời nhau mà thống nhất và cùng phản ánh các quan hệ bên trong và bên ngoài của thị trường tư bản.

Quan điểm thứ hai của đa số các nhà kinh tế cho rằng: " Thị trường chứng khoán được đặc trưng bởi thị trường vốn chứ không phải đồng nhất là một". Như vậy, theo quan điểm này, TTCK và thị trường vốn là khác nhau, trong đó TTCK chỉ giao dịch, mua bán các công cụ tài chính trung và dài hạn như trái phiếu chính phủ, cổ phiếu và trái phiếu công ty. Các công cụ tài chính ngắn hạn được giao dịch trên thị trường tiền tệ, không thuộc phạm vi hoạt động của TTCK.

Quan điểm thứ ba, dựa trên những gì quan sát được tại đa số các Sở giao dịch chứng khoán lại cho rằng "Thị trường chứng khoán là thị trường cổ phiếu", hay là nơi mua bán các phiếu cổ phần được các công ty phát hành ra để huy động vốn. Theo quan điểm này, thị trường chứng khoán được đặc trưng bởi thị trường mua bán các công cụ tài chính mang lại quyền tham gia sở hữu.

Các quan điểm trên đều được khái quát dựa trên những cơ sở thực tiễn và trong từng điều kiện lịch sử nhất định.

Tuy nhiên, quan niệm đầy đủ và rõ ràng, phù hợp với sự phát triển chung của TTCK hiện nay, được trình bày trong giáo trình là:

Thị trường chứng khoán là nơi diễn ra các giao dịch mua bán, trao đổi các loại chứng khoán. Chứng khoán được hiểu là các loại giấy tờ có giá hay bút toán ghi sổ, nó cho phép chủ sở hữu có quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản của tổ chức phát hành hoặc quyền sở hữu. Các quyền yêu cầu này có sự khác nhau giữa các loại chứng khoán, tùy theo tính chất sở hữu của chúng.

Các giao dịch mua bán, trao đổi chứng khoán có thể diễn ra ở thị trường sơ cấp (Primary Market) hay thị trường thứ cấp (Secondary Market), tại Sở giao dịch (Stock Exchange) hay thị trường chứng khoán phi tập trung (Over - The Counter Market), ở thị trường giao ngay (Spot Market) hay thị trường có kỳ hạn (Future Market). Các quan hệ mua bán trao đổi này làm thay đổi chủ sở hữu của chứng khoán, và như vậy, thực chất đây chính là quá trình vận động của tư bản, chuyển từ tư bản sở hữu sang tư bản kinh doanh.

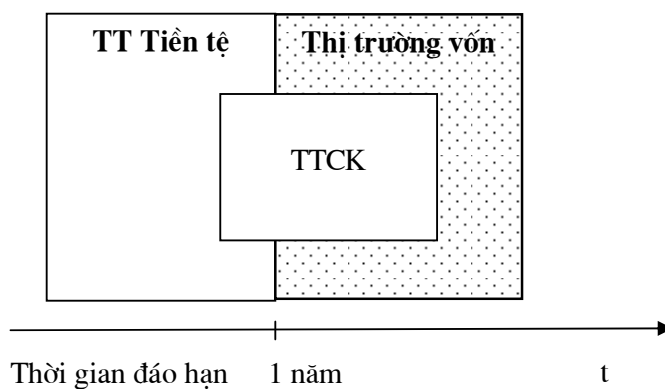
Thị trường chứng khoán không giống với thị trường các hàng hoá thông thường khác vì hàng hoá của thị trường chứng khoán là một loại hàng hoá đặc biệt, là quyền sở hữu về tư bản. Loại hàng hoá này cũng có giá trị và giá trị sử dụng. *Như vậy, có thể nói, bản chất của thị trường chứng khoán là thị trường thể hiện mối quan hệ giữa cung và cầu của vốn đầu tư mà ở đó, giá cả của chứng khoán chứa đựng thông tin về chi phí vốn hay giá cả của vốn đầu tư. Thị trường chứng khoán là hình thức phát triển bậc cao của nền sản xuất và lưu thông hàng hoá*

1.2.3. Vị trí và cấu trúc của thị trường chứng khoán

1.2.3.1. Vị trí của TTCK trong thị trường tài chính

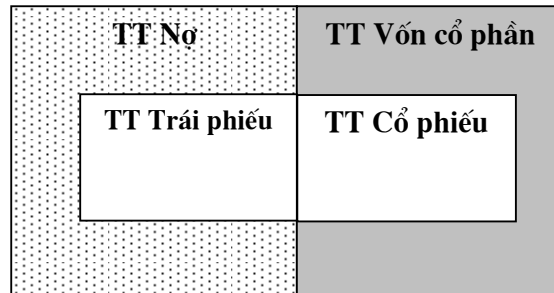
Thị trường chứng khoán là một bộ phận của thị trường tài chính. Vị trí của thị trường chứng khoán trong tổng thể thị trường tài chính thể hiện:

- Thị trường chứng khoán là hình ảnh đặc trưng của thị trường vốn



Như vậy, trên TTCK giao dịch 2 loại công cụ tài chính: công cụ tài chính trên thị trường vốn và công cụ tài chính trên thị trường tiền tệ.

- Thị trường chứng khoán là hạt nhân trung tâm của thị trường tài chính, nơi diễn ra quá trình phát hành, mua bán các công cụ Nợ và công cụ Vốn (các công cụ sở hữu).



1.2.3.2. Cấu trúc thị trường chứng khoán

Tùy theo mục đích nghiên cứu, cấu trúc của TTCK có thể được phân loại theo nhiều tiêu thức khác nhau. Tuy nhiên, thông thường, ta có thể xem xét ba cách thức cơ bản là *phân loại theo hàng hoá*, *phân loại theo hình thức tổ chức của thị trường* và *phân loại theo quá trình luân chuyển vốn*. Các phân tích sau đây sẽ thể hiện từng cách thức phân loại đó.

a. Phân loại theo hàng hoá

Theo các loại hàng hoá được mua bán trên thị trường, người ta có thể phân thị trường chứng khoán thành thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu và thị trường các công cụ dẫn suất.

Thị trường trái phiếu (Bond Markets) là thị trường mà hàng hoá được mua bán tại đó là các trái phiếu. Trái phiếu là công cụ nợ, mà thực chất của việc phát hành các công cụ này là nhà phát hành đứng ra đi vay theo phương thức có hoàn trả cả gốc lẫn lãi. Người cho vay sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào về kết quả hoạt động sử dụng vốn của người vay và trong mọi trường hợp, nhà phát hành phải có trách nhiệm hoàn trả cho trái chủ theo các cam kết đã được xác định trong hợp đồng vay. Trái phiếu thường có thời hạn xác định, có thể là trung hạn hay dài hạn.

Khác với thị trường nợ, thị trường cổ phiếu (Stock Markets) là nơi giao dịch mua bán, trao đổi các giấy tờ xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng

góp của mình. Cổ phiếu sẽ cho phép họ có quyền yêu cầu đối với lợi nhuận sau thuế của công ty cũng như đối với tài sản của công ty, khi tài sản này được đem bán. Cổ phiếu có thời gian đáo hạn là không xác định.

Thị trường các công cụ dẫn suất (Derivative Markets) là nơi các chứng khoán phái sinh được mua và bán. Tiêu biểu cho các công cụ này là hợp đồng tương lai (Future Contracts), hợp đồng quyền chọn (Options). Thị trường này ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà quản lý tài chính. Nó cung cấp các công cụ phòng vệ hữu hiệu, đồng thời cũng là công cụ đầu cơ lý tưởng cho các nhà đầu tư.

b. Phân loại theo quá trình luân chuyển vốn

Theo cách thức này, thị trường được phân thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

Thị trường sơ cấp hay thị trường cấp 1 (Primary Market) là thị trường phát hành các chứng khoán hay là nơi mua bán các chứng khoán lần đầu tiên. Tại thị trường này, giá cả của chứng khoán là giá phát hành. Việc mua bán chứng khoán trên thị trường sơ cấp làm tăng vốn cho nhà phát hành. Thông qua việc phát hành chứng khoán, Chính phủ có thêm nguồn thu để tài trợ cho các dự án đầu tư hoặc chi tiêu dùng của Chính phủ, các doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư.

Thị trường thứ cấp hay thị trường cấp 2 (Secondary Market) là thị trường giao dịch mua bán, trao đổi những chứng khoán đã được phát hành nhằm mục đích kiếm lời, di chuyển vốn đầu tư hay di chuyển tài sản xã hội.

Quan hệ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp thể hiện trên các giác độ sau:

Thứ nhất, thị trường thứ cấp làm tăng tính lỏng của các chứng khoán đã phát hành. Việc này làm tăng sự ưa chuộng của chứng khoán và làm giảm rủi ro cho các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư sẽ dễ dàng hơn trong việc sàng lọc, lựa chọn, thay đổi kết cấu danh mục đầu tư, trên cơ sở đó làm giảm chi phí cho các nhà phát hành trong việc huy động và sử dụng vốn. Việc tăng tính lỏng của tài sản sẽ tạo điều kiện tách biệt giữa sở hữu và quản lý, làm cơ sở cho việc tăng hiệu quả quản lý doanh nghiệp.

Việc tăng tính lỏng cho các chứng khoán tạo điều kiện cho việc chuyển đổi thời hạn của vốn, từ vốn ngắn hạn sang trung hạn và dài hạn, đồng thời, tạo điều kiện cho việc phân phối vốn một cách hiệu quả. Sự di chuyển vốn

đầu tư trong nền kinh tế được thực hiện thông qua cơ chế "*bàn tay vô hình*", cơ chế xác định giá chứng khoán và thông qua hoạt động thu gom, sắp nhập doanh nghiệp trên thị trường thứ cấp.

Thứ hai, thị trường thứ cấp xác định giá của chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Thị trường thứ cấp được xem là thị trường định giá các công ty.

Thứ ba, thông qua việc xác định giá, thị trường thứ cấp cung cấp một danh mục chi phí vốn tương ứng với các mức độ rủi ro khác nhau của từng phương án đầu tư, tạo cơ sở tham chiếu cho các nhà phát hành cũng như các nhà đầu tư trên thị trường sơ cấp. Thông qua cơ chế bàn tay vô hình, vốn sẽ được chuyển tới những công ty nào làm ăn có hiệu quả cao nhất, qua đó làm tăng hiệu quả kinh tế xã hội.

Tóm lại, thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp có quan hệ mật thiết, hỗ trợ lẫn nhau. Về bản chất, mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán sơ cấp và thứ cấp là mối quan hệ nội tại, biện chứng. Nếu không có thị trường sơ cấp sẽ không có thị trường thứ cấp, đồng thời, thị trường thứ cấp lại tạo điều kiện phát triển cho thị trường sơ cấp. Mục đích cuối cùng của các nhà quản lý là phải tăng cường hoạt động huy động vốn trên thị trường sơ cấp, vì chỉ có tại thị trường này, vốn mới thực sự vận động từ người tiết kiệm sang người đầu tư, còn sự vận động của vốn trên thị trường thứ cấp chỉ là tư bản giả, không tác động trực tiếp tới việc tích tụ và tập trung vốn.

c. Phân loại theo hình thức tổ chức của thị trường

Thị trường chứng khoán có thể được tổ chức theo hai cách sau:

Cách thứ nhất là tổ chức thành các Sở giao dịch (Stock Exchange), tại đây, người mua và người bán (hoặc đại lý, môi giới của họ) gặp nhau tại một địa điểm nhất định để tiến hành giao dịch mua bán, trao đổi chứng khoán. Chính vì vậy, người ta còn gọi Sở giao dịch chứng khoán là thị trường tập trung, nơi giao dịch mua bán, trao đổi các chứng khoán của các công ty lớn, hoạt động có hiệu quả. Sở giao dịch chứng khoán được quản lý một cách chặt chẽ bởi Ủy ban chứng khoán quốc gia, các giao dịch chịu sự điều tiết của Luật Chứng khoán và thị trường chứng khoán. Những thị trường chứng khoán tập trung tiêu biểu được biết đến là Sở giao dịch chứng khoán Luân đôn (London Stock Exchange), Sở giao dịch chứng khoán Mỹ (American Stock Exchange), Sở giao dịch chứng khoán Pari (Paris Stock Exchange).

Cách thứ hai, khác với thị trường tập trung, thị trường giao dịch qua quầy hay thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC: Over -The - Counter Market) là thị trường của các nhà buôn, những người tạo thị trường (Market Makers). Các nhà buôn có một danh mục chứng khoán và họ sẵn sàng mua và bán với các nhà buôn khác cũng như các nhà đầu tư khi những người này chấp nhận giá cả của họ. Ở thị trường này không có địa điểm giao dịch chính thức mà có thể diễn ra tại tất cả các quầy, sàn giao dịch của các thành viên thông qua điện thoại hay mạng máy tính diện rộng. Khối lượng giao dịch của thị trường này thường lớn hơn rất nhiều lần so với thị trường Sở giao dịch.

Ngoài hai loại thị trường nêu trên, người ta còn nói đến thị trường thứ ba, thị trường dành cho các chứng khoán không đủ tiêu chuẩn để giao dịch trên thị trường tập trung và thị trường OTC. Ngoài ra, người ta còn phân loại thị trường chứng khoán thành thị trường mở và thị trường đàm phán, thị trường giao ngay (Spot Markets) và thị trường kỳ hạn (Future Markets). Việc phân loại thị trường chứng khoán sẽ giúp phân tích cụ thể hơn vai trò của thị trường chứng khoán.

1.2.4. Các chủ thể trên TTCK

Các tổ chức và cá nhân tham gia thị trường chứng khoán có thể được chia thành 3 nhóm sau: chủ thể phát hành, chủ thể đầu tư và các tổ chức có liên quan đến chứng khoán.

1.2.4.1. Chủ thể phát hành

Chủ thể phát hành là người cung cấp các chứng khoán - hàng hóa của thị trường chứng khoán. Các chủ thể phát hành bao gồm: Chính phủ, các doanh nghiệp và một số tổ chức khác như: các Quỹ đầu tư; tổ chức tài chính trung gian...

- Chính phủ và chính quyền địa phương là chủ thể phát hành các chứng khoán: Trái phiếu Chính phủ; Trái phiếu địa phương; Trái phiếu công trình; Tín phiếu kho bạc.

- Công ty là chủ thể phát hành các cổ phiếu và trái phiếu công ty.

- Các tổ chức tài chính là chủ thể phát hành các công cụ tài chính như các trái phiếu, chứng chỉ hưởng thụ... phục vụ cho mục tiêu huy động vốn và phù hợp với đặc thù hoạt động của họ theo Luật định.

1.2.4.2. Nhà đầu tư

Chủ thể đầu tư là những người có tiền, thực hiện việc mua và bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán để tìm kiếm lợi nhuận. Nhà đầu tư có thể được chia thành 2 loại: nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức.

- Các nhà đầu tư cá nhân

Nhà đầu tư cá nhân là các cá nhân và hộ gia đình, những người có vốn nhàn rỗi tạm thời, tham gia mua bán trên thị trường chứng khoán với mục đích tìm kiếm lợi nhuận. Tuy nhiên, trong đầu tư thì lợi nhuận lại luôn gắn với rủi ro, kỳ vọng lợi nhuận càng cao thì mức độ chấp nhận rủi ro phải càng lớn và ngược lại. Chính vì vậy các nhà đầu tư cá nhân luôn phải lựa chọn các hình thức đầu tư phù hợp với khả năng cũng như mức độ chấp nhận rủi ro của mình.

- Các nhà đầu tư có tổ chức

Nhà đầu tư có tổ chức là các định chế đầu tư, thường xuyên mua bán chứng khoán với số lượng lớn trên thị trường. Một số nhà đầu tư chuyên nghiệp chính trên thị trường chứng khoán là các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty đầu tư, các công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ, các quỹ lương hưu và các quỹ bảo hiểm xã hội khác. Đầu tư thông qua các tổ chức đầu tư có ưu điểm là có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư và các quyết định đầu tư được thực hiện bởi các chuyên gia có chuyên môn và có kinh nghiệm.

1.2.4.3. Các tổ chức có liên quan đến thị trường chứng khoán

1.2.4.3.1. Cơ quan quản lý và giám sát hoạt động TTCK

Lịch sử hình thành và phát triển TTCK đã cho thấy, đầu tiên thị trường chứng khoán hình thành một cách tự phát khi có sự xuất hiện của cổ phiếu và trái phiếu và hầu như chưa có sự quản lý. Nhưng nhận thấy cần có sự bảo vệ lợi ích cho các nhà đầu tư và đảm bảo sự hoạt động của thị trường được thông suốt, ổn định và an toàn, bản thân các nhà kinh doanh chứng khoán và các quốc gia có thị trường chứng khoán hoạt động cho rằng cần phải có cơ quan quản lý và giám sát về hoạt động phát hành và kinh doanh chứng khoán. Chính vì vậy, cơ quan quản lý và giám sát thị trường chứng khoán đã ra đời.

Cơ quan quản lý và giám sát thị trường chứng khoán được hình thành dưới nhiều mô hình tổ chức hoạt động khác nhau, có nước do các tổ chức tự quản thành lập, có nước cơ quan này trực thuộc Chính phủ, nhưng có nước lại có sự

kết hợp quản lý giữa các tổ chức tự quản và Nhà nước. Nhưng tựu chung lại, cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK do Chính phủ của các nước thành lập với mục đích bảo vệ lợi ích của người đầu tư và bảo đảm cho thị trường chứng khoán hoạt động lành mạnh, an toàn và phát triển bền vững..

Cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK có thể có những tên gọi khác nhau, tùy thuộc từng nước và nó được thành lập để thực hiện chức năng quản lý Nhà nước đối với thị trường chứng khoán.

Tại Trung Quốc, ban đầu Ngân hàng nhân dân Trung Quốc thực hiện chức năng quản lý Nhà nước đối với các hoạt động của TTCK. Cùng phối hợp thực hiện chức năng quản lý với Ngân hàng nhân dân còn có cơ quan Hội đồng Nhà nước trong lĩnh vực cổ phần hóa các doanh nghiệp. Do không nằm cùng trong một tổ chức độc lập nên việc quản lý thị trường không được chặt chẽ, kém hiệu quả. Ngày 29/12/1998, Luật chứng khoán Trung Quốc được thông qua đã tập trung việc giám sát, quản lý TTCK vào một cơ quan duy nhất đó là Ủy ban giám quản chứng khoán của Quốc vụ viện Trung Quốc. Tại Anh cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK là Ủy ban đầu tư chứng khoán (SIB - Securities Investment Board). Ủy ban này là một tổ chức được thừa nhận trong đạo luật về các dịch vụ tài chính ban hành năm 1986.

Tại Mỹ, Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán (SEC - Securities and Exchange Commission) là một cơ quan của liên bang có tư cách pháp lý thực hiện việc quản lý thị trường chứng khoán. Tất cả các tổ chức hoạt động trong ngành chứng khoán đều phải đăng ký, báo cáo và chịu sự kiểm tra, giám sát của Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán. Tại Nhật Bản, năm 1992, Ủy ban giám sát chứng khoán và giao dịch chứng khoán (ESC - Exchange Surveillance Commission) được thành lập, năm 1998 đã đổi tên thành Financial Supervision Agency (FSA) với chức năng cơ bản là tiến hành điều tra và xử lý các giao dịch gian lận trên thị trường chứng khoán. Các chức năng quản lý thị trường chứng khoán chung do Tổng cục chứng khoán thuộc Bộ Tài chính Nhật Bản đảm nhiệm.

Tại Hàn Quốc, quản lý Nhà nước về TTCK có Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán (SEC - Securities Exchange Commission) và Ủy ban giám sát chứng khoán (SSB - Securities Supervise Board) (từ năm 1998 đổi tên thành Financial Supervision Commission) được đặt dưới sự quản lý của Bộ Kinh tế - Tài chính. Ban giám sát chứng khoán là cơ quan chấp hành của Ủy ban Chứng khoán và giao dịch chứng khoán thực hiện các chức năng quản lý Nhà nước đối với thị trường chứng khoán.

Từ những kinh nghiệm học tập được ở những nước có thị trường chứng khoán phát triển, với sự vận dụng sáng tạo vào điều kiện, hoàn cảnh thực tế, Việt Nam đã thành lập cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và TTCK trước khi ra đời thị trường chứng khoán Việt Nam, đó là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, thành lập theo Nghị định số 75 CP ngày 28/11/1996 của Chính phủ. Theo đó, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước là một cơ quan thuộc Chính phủ thực hiện chức năng quản lý Nhà nước đối với thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

1.2.3.4.2. Sở giao dịch chứng khoán

Sở giao dịch chứng khoán thực hiện vận hành TTCK thông qua bộ máy tổ chức và hệ thống các quy định, văn bản pháp luật về giao dịch chứng khoán trên cơ sở phù hợp với các quy định của luật pháp và Ủy ban chứng khoán.

1.2.3.4.3. Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán

Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán là tổ chức tự quản của các công ty chứng khoán và một số thành viên khác hoạt động trong ngành chứng khoán, được thành lập với mục đích bảo vệ lợi ích cho các thành viên và các nhà đầu tư trên thị trường.

Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán thường là một tổ chức tự quản, thực hiện một số chức năng chính như sau:

- Đào tạo, nghiên cứu trong lĩnh vực chứng khoán.
- Khuyến khích hoạt động đầu tư và kinh doanh chứng khoán
- Ban hành và thực hiện các quy tắc tự điều hành trên cơ sở các quy định pháp luật về chứng khoán hiện hành.
- Giải quyết các tranh chấp giữa các thành viên.
- Tiêu chuẩn hóa các nguyên tắc và thông lệ trong ngành chứng khoán
- Hợp tác với Chính phủ và các cơ quan khác để giải quyết các vấn đề có tác động đến hoạt động kinh doanh chứng khoán.

1.2.3.4.4. Tổ chức lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán

Là tổ chức nhận lưu giữ các chứng khoán và tiến hành các nghiệp vụ thanh toán bù trừ cho các giao dịch chứng khoán. Các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán đáp ứng đủ các điều kiện của Ủy ban chứng khoán sẽ thực hiện dịch vụ lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán.

1.2.3.4.5. Các tổ chức hỗ trợ

Là các tổ chức được thành lập với mục đích khuyến khích mở rộng và tăng trưởng của thị trường chứng khoán thông qua các hoạt động như: cho vay tiền để mua cổ phiếu và cho vay chứng khoán để bán trong các giao dịch bảo chứng. Các tổ chức hỗ trợ chứng khoán ở các nước khác nhau có đặc điểm khác nhau, có một số nước không cho phép thành lập các loại hình tổ chức này.

1.2.3.4.6. Các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm

Công ty đánh giá hệ số tín nhiệm là công ty chuyên cung cấp dịch vụ đánh giá năng lực thanh toán các khoản vốn gốc và lãi đúng thời hạn và tiềm lực tài chính của tổ chức phát hành (TCPH) theo những điều khoản đã cam kết của TCPH đối với một đợt phát hành cụ thể.

Hệ số tín nhiệm được biểu hiện bằng các chữ cái hay chữ số, tùy theo quy định của từng công ty xếp hạng. Ví dụ, hệ thống xếp hạng Moody's sẽ có các hệ số tín nhiệm được ký hiệu là Aaa, Aa1, Baa1, hay B1...; hệ thống xếp hạng của S&P, có các mức xếp hạng AAA, AA+, AA, AA-, A+, A...

Các nhà đầu tư có thể dựa vào các hệ số tín nhiệm về TCPH do các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm cung cấp để cân nhắc đưa ra quyết định đầu tư của mình.

Các công ty đánh giá (xếp hạng) hệ số tín nhiệm có vai trò quan trọng trong việc phát hành các chứng khoán, đặc biệt là phát hành các chứng khoán quốc tế.

1.2.5. Vai trò của thị trường chứng khoán

Xu thế hội nhập kinh tế quốc tế và khu vực với sự ra đời của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), của Liên minh Châu Âu, của các khối thị trường chung, đòi hỏi các quốc gia phải thúc đẩy phát triển kinh tế với tốc độ và hiệu quả cao. Thực tế phát triển kinh tế ở các quốc gia trên thế giới đã khẳng định vai trò quan trọng của thị trường chứng khoán trong phát triển kinh tế:

Thứ nhất, thị trường chứng khoán, với việc tạo ra các công cụ có tính thanh khoản cao, có thể tích tụ, tập trung và phân phối vốn, chuyển thời hạn của vốn phù hợp với yêu cầu phát triển kinh tế.

Ở Hàn Quốc, thị trường chứng khoán đã đóng vai trò không nhỏ trong sự tăng trưởng kinh tế trong hơn ba mươi năm cho tới cuối thập kỷ 90. Thị trường chứng khoán Hàn Quốc lớn mạnh đứng hàng thứ 13 trên thế giới, với

tổng giá trị huy động là 160 tỷ Đô la Mỹ, đã góp phần tạo mức tăng trưởng kinh tế đạt mức bình quân 9%/năm, thu nhập quốc dân bình quân đầu người năm 1995 là trên 10.000 USD.

Yếu tố thông tin và yếu tố cạnh tranh trên thị trường sẽ đảm bảo cho việc phân phối vốn một cách có hiệu quả. Thị trường tài chính là nơi tiên phong áp dụng công nghệ mới và nhạy cảm với môi trường thường xuyên thay đổi. Thực tế trên thị trường chứng khoán, tất cả các thông tin được cập nhật và được chuyển tải tới tất cả các nhà đầu tư, nhờ đó, họ có thể phân tích và định giá cho các chứng khoán. Chỉ những công ty có hiệu quả bền vững mới có thể nhận được vốn với chi phí rẻ trên thị trường.

Thị trường chứng khoán tạo một sự cạnh tranh có hiệu quả trên thị trường tài chính, điều này buộc các ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính phải quan tâm tới hoạt động của chính họ và làm giảm chi phí tài chính.

Việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán có thể làm tăng vốn tự có của các công ty và giúp họ tránh các khoản vay có chi phí cao cũng như sự kiểm soát chặt chẽ của các ngân hàng thương mại. Thị trường chứng khoán khuyến khích tính cạnh tranh của các công ty trên thị trường. Sự tồn tại của thị trường chứng khoán cũng là yếu tố quyết định để thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Đây chính là các yếu tố đảm bảo cho sự phân bổ có hiệu quả các nguồn lực trong một quốc gia cũng như trong phạm vi quốc tế.

Thứ hai, thị trường chứng khoán góp phần thực hiện tái phân phối công bằng hơn, thông qua việc buộc các tập đoàn gia đình trị phát hành chứng khoán ra công chúng, giải toả sự tập trung quyền lực kinh tế của các tập đoàn, song vẫn tập trung vốn cho phát triển kinh tế. Việc tăng cường tầng lớp trung lưu trong xã hội, tăng cường sự giám sát của xã hội đối với quá trình phân phối đã giúp nhiều nước tiến xa hơn tới một xã hội công bằng và dân chủ. Việc giải toả tập trung quyền lực kinh tế cũng tạo điều kiện cạnh tranh công bằng hơn, qua đó tạo hiệu quả và tăng trưởng kinh tế.

Thứ ba, thị trường chứng khoán tạo điều kiện cho việc tách biệt giữa sở hữu và quản lý doanh nghiệp. Khi quy mô của doanh nghiệp tăng lên, môi trường kinh doanh trở nên phức tạp hơn, nhu cầu về quản lý chuyên trách cũng tăng theo. Thị trường chứng khoán tạo điều kiện cho việc tiết kiệm vốn và chất xám, tạo điều kiện thúc đẩy quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà

nước. Cơ chế thông tin hoàn hảo tạo khả năng giám chặt chẽ của thị trường chứng khoán đã làm giảm tác động của các tiêu cực trong quản lý, tạo điều kiện kết hợp hài hoà giữa lợi ích của chủ sở hữu, nhà quản lý và những người làm công.

Thứ tư, hiệu quả của quốc tế hoá thị trường chứng khoán. Việc mở cửa thị trường chứng khoán làm tăng tính lỏng và cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Điều này cho phép các công ty có thể huy động nguồn vốn rẻ hơn, tăng cường đầu tư từ nguồn tiết kiệm bên ngoài, đồng thời tăng cường khả năng cạnh tranh quốc tế và mở rộng các cơ hội kinh doanh của các công ty trong nước.

Hàn Quốc, Singapore, Thailand, Malaysia là những minh chứng điển hình về việc tận dụng các cơ hội do thị trường chứng khoán mang lại. Tuy nhiên, chúng ta cũng phải xem xét các tác động tiêu cực có thể xảy ra như việc tăng cung tiền quá mức, áp lực của lạm phát, vấn đề chảy máu vốn, hoặc sự thâm tóm của người nước ngoài trên TTCK.

Thứ năm, thị trường chứng khoán tạo cơ hội cho Chính phủ huy động các nguồn tài chính mà không tạo áp lực về lạm phát, đồng thời tạo các công cụ cho việc thực hiện chính sách tài chính tiền tệ của Chính phủ.

Thứ sáu, thị trường chứng khoán cung cấp một dự báo tuyệt vời về các chu kỳ kinh doanh trong tương lai. Việc thay đổi giá chứng khoán có xu hướng đi trước chu kỳ kinh doanh cho phép Chính phủ cũng như các công ty đánh giá kế hoạch đầu tư cũng như việc phân bổ các nguồn lực của họ. Thị trường chứng khoán cũng tạo điều kiện tái cấu trúc nền kinh tế.

Ngoài những tác động tích cực trên đây, thị trường chứng khoán cũng có những tác động tiêu cực nhất định. Thị trường chứng khoán hoạt động trên cơ sở thông tin hoàn hảo. Song ở các thị trường mới nổi, thông tin được chuyển tải tới các nhà đầu tư không đầy đủ và không giống nhau. Việc quyết định giá cả, mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư không dựa trên cơ sở thông tin và xử lý thông tin. Như vậy, giá cả chứng khoán không phản ánh giá trị kinh tế cơ bản của công ty và không trở thành cơ sở để phân phối một cách có hiệu quả các nguồn lực.

Một số tiêu cực khác của thị trường chứng khoán như hiện tượng đầu cơ, hiện tượng xung đột quyền lực làm thiệt hại cho quyền lợi của các cổ đông thiểu số, việc mua bán nội gián, thao túng thị trường làm nản lòng các

nhà đầu tư và như vậy, sẽ tác động tiêu cực tới tiết kiệm và đầu tư. Nhiệm vụ của các nhà quản lý thị trường là giảm thiểu các tiêu cực của thị trường nhằm bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư và đảm bảo cho tính hiệu quả của thị trường.

Như vậy, vai trò của thị trường chứng khoán được thể hiện trên nhiều khía cạnh khác nhau. Song vai trò tích cực hay tiêu cực của thị trường chứng khoán có thực sự được phát huy hay hạn chế phụ thuộc đáng kể vào các chủ thể tham gia thị trường và sự quản lý của Nhà nước.

1.2.6. Giới thiệu một số TTCK trên thế giới

1.2.6.1. Thị trường chứng khoán Mỹ.

Thị trường chứng khoán Mỹ có lịch sử phát triển lâu dài và đã đạt đến trình độ cao về mọi mặt. Mô hình TTCK Mỹ đã được nhiều nước học tập, áp dụng và sửa đổi cho phù hợp với điều kiện thực tế của từng nước. Thời điểm đánh dấu sự ra đời TTCK Mỹ là 17 tháng 05 năm 1792 khi một số nhà môi giới công bố thoả thuận của họ sau khi nhóm họp dưới gốc cây ngô đồng ở số 68 phố Uôn (gọi là Hiệp ước cây ngô đồng) và đến năm 1800 đánh dấu sự ra đời Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) đầu tiên, tiếp theo đó là hàng loạt các SGDCK được hình thành trên khắp nước Mỹ. Thị trường chứng khoán Mỹ hiện nay là một thị trường quan trọng bậc nhất trên thế giới nếu xét trên tổng thể khối lượng tư bản giao dịch và sự ảnh hưởng to lớn của nó đối với các thị trường chứng khoán khác. Điều đáng chú ý là 2/3 nghiệp vụ giao dịch chứng khoán ở Mỹ được thực hiện trên thị trường phi tập trung, đặc biệt là đối với các hàng hoá là trái phiếu chính phủ.

Sở Giao dịch Chứng khoán NewYork (NYSE) là Sở giao dịch lớn nhất và lâu đời nhất nước Mỹ. Thị trường chứng khoán này của Mỹ còn được gọi là thị trường phố Wall - nơi phôi thai những giao dịch đầu tiên của nước Mỹ kể từ năm 1864 và hiện là trung tâm giao dịch chứng khoán lớn nhất thế giới, quản lý tới hơn 80% các giao dịch chứng khoán của Mỹ và kể từ năm 1962 đã trở thành thị trường chứng khoán quốc gia.

Năm 2000, tổng số có 262,5 tỷ cổ phần được giao dịch trên NYSE, số cổ phần giao dịch bình quân ngày đạt 1.041,6 triệu USD. Giá trị giao dịch bình quân ngày cũng đạt 43,9 tỷ USD, tổng giá trị giao dịch trong năm 2000 của NYSE đạt 11,1 nghìn tỷ USD. Năm 2000 là năm NYSE hoàn thiện hơn nữa hệ thống giao dịch bằng sự thay đổi của cách yết giá (yết giá dạng thập phân thay

vì dạng phân số trước kia). Cuối năm 2000, có 2.862 cổ phiếu được niêm yết trên NYSE với tổng giá trị là 17,1 nghìn tỷ USD.

Sở giao dịch chứng khoán Mỹ (American Stock Exchange - AMEX) là thị trường chứng khoán tập trung lớn thứ hai ở Mỹ và hiện nay có khoảng 1/5 số chứng khoán của Mỹ được mua bán trên thị trường này. Cũng tương tự như Sở giao dịch chứng khoán NewYork, AMEX hoạt động theo hệ thống đấu giá mở và các chuyên gia trên thị trường đóng vai trò quan trọng. Hiện nay, thành viên của Sở là 661 thành viên.

Bên cạnh các thị trường chứng khoán tập trung là các Sở giao dịch (hiện có khoảng 14 Sở GDCK khác nhau), tại Mỹ còn có thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC) rất phát triển đó là Nasdaq.

Thị trường OTC qua mạng máy tính *Nasdaq* được thành lập từ năm 1971, là bộ phận lớn nhất của thị trường thứ cấp Mỹ xét về số lượng chứng khoán giao dịch trên thị trường với trên 15000 chứng khoán, lớn hơn rất nhiều so với số lượng chứng khoán giao dịch trên thị trường tập trung NYSE. Chứng khoán giao dịch trên thị trường này chiếm đa số là của các công ty thuộc ngành công nghệ thông tin và các công ty vừa và nhỏ.

Thị trường được vận hành bởi một hệ thống các nhà tạo lập thị trường và các nhà môi giới, có khoảng 600 nhà tạo lập thị trường hoạt động tích cực trên Nasdaq và trung bình mỗi nhà tạo lập thị trường đảm nhận 8 loại cổ phiếu. Thị trường Nasdaq chịu sự quản lý hai cấp của Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC) và Hiệp hội các nhà giao dịch chứng khoán quốc gia Mỹ (NASD) quản lý trực tiếp. Thị trường Nasdaq hiện nay đã được nối mạng toàn cầu với nhiều thị trường OTC khác trên thế giới.

1.2.6.2. Thị trường chứng khoán Nhật Bản.

Thị trường chứng khoán Nhật Bản đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút vốn dài hạn cho Chính phủ và các công ty. Nói đến thị trường chứng khoán Nhật Bản trước hết phải kể đến Sở giao dịch chứng khoán Tokyo (Tokyo Stock Exchange - TSE) bởi vì Sở giao dịch chứng khoán Tokyo ra đời sớm nhất, là thị trường lớn nhất tại Nhật bản về số lượng chứng khoán lưu hành cũng như về doanh thu.

Sở giao dịch chứng khoán Tokyo được hình thành cùng thời điểm với Sở giao dịch chứng khoán Osaka vào cuối năm 1878. Những năm 1943-1945, Sở giao dịch này bị đóng cửa do ảnh hưởng của chiến tranh thế giới lần thứ II. Năm

1948, Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán được ban hành và Sở giao dịch chứng khoán Tokyo được mở cửa hoạt động trở lại vào năm 1949. Từ đó đến nay, qua nhiều lần cải cách và đổi mới, Sở giao dịch chứng khoán Tokyo ngày càng phát triển, trở thành định chế tài chính quan trọng trong hệ thống kinh tế của Nhật bản. Sở Giao dịch Chứng khoán Tôkyô (TSE) là sở giao dịch lớn thứ 2 trên thế giới về doanh số bán, chỉ sau NYSE.

Trên TSE, việc giao dịch, mua bán chứng khoán được qui định dựa trên các nguyên tắc cơ bản quan trọng nhất là:

Nguyên tắc công khai: công khai về hoạt động của người phát hành; các loại chứng khoán được chào bán, đặt mua; giá cả, số lượng chứng khoán được mua bán...

Nguyên tắc trung gian mua bán: mọi hoạt động mua bán chứng khoán đều phải qua môi giới là các công ty chứng khoán được quyền hoạt động trên TSE (TSE có 125 Công ty chứng khoán, trong đó có 25 công ty nước ngoài) để đảm bảo sự tin cậy của thị trường, tránh sự giả mạo; lừa đảo.

Nguyên tắc tập trung: có nghĩa là tập trung tất cả mọi đơn đặt hàng, đơn chào bán vào TSE để đảm bảo việc hình thành giá cả trung thực, hợp lý.

Nguyên tắc đấu giá: bao gồm quyền ưu tiên giá (ưu tiên giá chào bán thấp nhất và giá đặt mua cao nhất) và quyền ưu tiên về thời gian.

Sau khi đưa hệ thống giao dịch bằng máy tính chính thức đi vào hoạt động (ngày 18/03/1991). Hiện nay, các cổ phiếu trên TSE vẫn được giao dịch theo hai phương thức khác nhau: giao dịch tại sàn và thông qua hệ thống máy tính

Trên TSE, hầu hết các giao dịch mua bán chứng khoán được thanh toán vào ngày làm việc thứ ba sau ngày giao dịch (T+3).

Hiện nay, Nhật Bản có 8 Sở giao dịch chứng khoán theo thứ tự từ Bắc xuống Nam là: Sapporo, Niigata, Tokyo, Nagoya, Kyoto, Osaka, Hiroshima và Fukuoka. Trong đó 3 Sở giao dịch chứng khoán Tokyo, Nagoya, Osaka là Sở giao dịch chứng khoán mang tính "quốc gia", giao dịch chiếm tới 98,1% tổng giá trị giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán Nhật Bản.

Bên cạnh các Sở giao dịch chứng khoán, tại Nhật Bản còn có các thị trường chứng khoán phi tập trung, tiêu biểu đó là Nhật Bản có hai thị trường OTC cùng hoạt động đồng thời, đó là thị trường Jasdaq và thị trường J-net.

Thị trường *Jasdaq*, hoạt động từ năm 1991 trên cơ sở phát triển thị trường OTC truyền thống hoạt động từ tháng 2/1963 do Hiệp hội các nhà kinh doanh

chứng khoán Nhật Bản (JSDA) quản lý. Luật chứng khoán sửa đổi năm 1983 đã đưa thị trường OTC này vào quỹ đạo quản lý của Nhà nước, cơ chế thương lượng giá tay đôi giữa các công ty chứng khoán và giữa công ty chứng khoán với khách hàng được đổi sang cơ chế đấu giá tập trung qua hệ thống các nhà tạo lập thị trường. Hiện nay trên thị trường Jasdaq, có 449 công ty làm vai trò tạo lập thị trường.

Thị trường *J-net* mới được đưa vào hoạt động từ tháng 5 năm 2000, chịu sự quản lý trực tiếp của Sở giao dịch chứng khoán Osaka (OSE), được tổ chức dành cho các chứng khoán không được niêm yết trên sở giao dịch nhằm đáp ứng yêu cầu tiết kiệm thời gian và chi phí cho các đối tượng tham gia thị trường, hoạt động theo phương thức thương lượng giá. Thành viên của OSE, người đầu tư và trung tâm quản lý được trực tiếp nối mạng với nhau thông qua một mạng điện tử đa tầng, tạo điều kiện cho các đối tượng này có thể chia sẻ thông tin thị trường.

1.2.6.3. Thị trường chứng khoán Hàn Quốc.

Thị trường chứng khoán Hàn Quốc ra đời và chính thức đi vào hoạt động vào năm 1956 cùng với sự khai sinh của Sở giao dịch chứng khoán Deahan - tiền thân của Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc. Từ đó đến nay, thị trường chứng khoán Hàn Quốc đã trở thành một trong 10 thị trường chứng khoán lớn nhất thế giới. Thị trường này đã phát triển một cách nhanh chóng. Chỉ trong giai đoạn năm 1990 - 1999, khối lượng giao dịch cổ phiếu đã tăng từ 53 triệu tỷ Won lên 867 triệu tỷ Won, khối lượng giao dịch trái phiếu tăng từ 39 triệu tỷ Won lên đến 2.183 triệu tỷ Won, trong khi đó giá trị niêm yết trên thị trường cũng tăng từ 79 triệu tỷ Won lên 350 triệu tỷ Won.

Sở Giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (KSE) là một sàn giao dịch duy nhất có tổ chức ở Hàn Quốc, có 3 khu vực giao dịch trên Sở: khu vực giao dịch cho cổ phiếu, trái phiếu và các chứng khoán phát sinh. Khu vực cho cổ phiếu được chia ra thành hai khu vực: khu vực thứ nhất dành cho các công ty có quy mô lớn, với hơn 80% tổng số cổ phiếu trên thị trường; khu vực thứ hai là địa điểm cho các cổ phiếu mới được niêm yết, hoặc cho các công ty có quy mô vừa và nhỏ được giao dịch. Đến tháng 03/2001, tổng số công ty chứng khoán hoạt động tại Hàn Quốc là 64 công ty, trong đó có 43 công ty trong nước và 21 công ty nước ngoài.

Thị trường OTC truyền thống của Hàn quốc được thành lập tháng 04/1987 nhằm tạo môi trường hoạt động cho các chứng khoán không được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hàn quốc (KSE), thị trường chịu sự

kiểm soát của Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán Hàn Quốc (KSDA) thành lập năm 1953.

Tháng 04/1997, Chính phủ Hàn quốc quyết định tổ chức lại và thúc đẩy phát triển thị trường này bằng việc thành lập thị trường mạng máy tính điện tử ***Kosdaq*** nhằm tạo điều kiện cho các công ty mạo hiểm, công ty công nghệ cao, quỹ tương hỗ và các công ty vừa và nhỏ không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường tập trung có thể huy động vốn trực tiếp. Thị trường được xây dựng theo mô hình thị trường Nasdaq, tiến hành giao dịch qua mạng điện tử có sự kiểm soát của trung tâm. Các tổ chức niêm yết trên thị trường Kosdaq phải đáp ứng một số tiêu chí cơ bản như mức vốn điều lệ tối thiểu, tỷ lệ phát hành ra công chúng... Tuy nhiên, việc đấu giá được thực hiện theo phương thức đấu lệnh tập trung tương tự như Sở giao dịch.

1.2.6.4. Thị trường chứng khoán Thái Lan.

TTCK Thái Lan là một trong những thị trường chứng khoán phát triển nhanh nhất ở khu vực Châu Á. TTCK Thái Lan ban đầu được các công ty tư nhân thành lập (vào tháng 7/1962), đến năm 1970 thị trường này phải đóng cửa vì ít người tham gia và thiếu sự hỗ trợ của Nhà nước. Tháng 5 năm 1974, Luật Sở giao dịch chứng khoán được ra đời và Sở giao dịch chứng khoán được mở cửa trở lại vào năm 1975. Kể từ năm 1986, Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan phát triển mạnh và đạt hiệu quả cao. Giai đoạn 1962-1986, Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan chịu sự quản lý và giám sát song trùng của 2 cơ quan: Ngân hàng Trung ương, Bộ Tài chính. Năm 1992, Ủy ban chứng khoán - cơ quan quản lý trực tiếp TTCK Thái Lan mới được thành lập.

Tại Thái Lan, theo Luật chứng khoán năm 1874, các công ty chứng khoán muốn trở thành thành viên của SGDCK phải được Bộ Tài chính đồng ý. Theo luật về SGDCK, các thành viên phải có khả năng tài chính mạnh, có khả năng thực hiện các giao dịch chứng khoán và có kinh nghiệm trong các hoạt động giao dịch đó.

Tháng 4 năm 1991, SGDCK Thái Lan bắt đầu áp dụng hệ thống vi tính hoàn toàn tự động trong giao dịch. Với hệ thống giao dịch tự động này, SGDCK Thái Lan cho phép các công ty chứng khoán thông qua hệ thống vi tính thực hiện các giao dịch ngay tại văn phòng của họ mà không cần đến trực tiếp sở giao dịch.

1.2.6.5. Thị trường chứng khoán Đài Loan

Thị trường chứng khoán Đài Loan là thị trường nằm trong nhóm hệ thống

các thị trường mới nổi và hoạt động tương đối hiệu quả. Sở giao dịch chứng khoán Đài Loan được thành lập vào tháng 10-1961 được tổ chức dưới dạng công ty cổ phần, trong đó có sự tham gia sở hữu vốn của chính quyền, các ngân hàng và các nhà đầu tư.

Khi mới đi vào vận hành, Sở giao dịch chứng khoán Đài Loan (TSE) thực hiện hệ thống giao dịch theo phương pháp thủ công, sau đó đến tháng 8-1985 được thay thế bằng hệ thống giao dịch máy móc bán tự động, đến năm 1993 hệ thống giao dịch tự động hoàn toàn được thiết lập. Các hoạt động trên Sở được tiến hành dựa trên Luật giao dịch cổ phiếu và trái phiếu và chịu sự quản lý, giám sát chặt chẽ của Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán Đài Loan. Thời gian thanh toán áp dụng tại Sở giao dịch là T+2. Năm 1997, Đài Loan thành lập thêm một Sở giao dịch các hợp đồng tương lai.

1.2.7. Thị trường chứng khoán ở Việt Nam

Trước yêu cầu đổi mới và phát triển kinh tế, phù hợp với các điều kiện kinh tế - chính trị và xã hội trong nước và xu thế hội nhập kinh tế quốc tế, trên cơ sở tham khảo có chọn lọc các kinh nghiệm và mô hình TTCK trên thế giới, Việt Nam đã quyết định thành lập thị trường chứng khoán với những đặc thù riêng biệt: thành lập 2 Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) ở TP. HCM và Hà Nội (hiện tại mới chỉ có TTGDCK TPHCM đã đi vào hoạt động còn ở Hà Nội sẽ thành lập và vận hành thị trường giao dịch Bảng II trong tương lai), sau đó khi thị trường đã phát triển thì chuyển thành SGDCK.

Sự ra đời của TTCK Việt Nam được đánh dấu bằng việc đưa vào vận hành Trung tâm Giao dịch Chứng khoán (TTGDCK) tại thành phố Hồ Chí Minh ngày 20/07/2000, và thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/07/2000.

Các chủ thể tham gia trên TTCK Việt Nam:

*** Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN)**

UBCKNN được thành lập theo Nghị định số 75/CP ngày 28/1/1996 của Chính phủ. Đây là cơ quan trực thuộc Chính phủ, thực hiện chức năng tổ chức và quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán quản lý việc cấp phép, đăng ký phát hành và kinh doanh chứng khoán, tổ chức công tác thanh tra, giám sát các hoạt động giao dịch, mua bán chứng khoán,... để đảm bảo thị trường hoạt động ổn định, công bằng và minh bạch. Bộ máy làm việc của UBCKNN gồm có: Vụ phát triển thị trường; Vụ quản lý phát hành chứng khoán; Vụ quản lý kinh doanh chứng khoán; Vụ quan hệ quốc tế; Vụ tổ chức cán bộ và đào tạo; Thanh tra; Văn phòng.

*** Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM (TTGDCK TP.HCM)**

Theo Nghị định 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập TTGDCK, Quyết định 128/1988/QĐ-UBCK₅ ngày 1/8/1998 của Chủ tịch UBCKNN thì TTGDCK là đơn vị sự nghiệp có thu trực thuộc UBCKNN có tư cách pháp nhân, có trụ sở, con dấu và tài khoản riêng. TTGDCK TPHCM thực hiện các chức năng: tổ chức, quản lý điều hành việc mua bán chứng khoán; quản lý điều hành hệ thống giao dịch chứng khoán và cung cấp các dịch vụ hỗ trợ việc mua bán chứng khoán, dịch vụ lưu ký chứng khoán; đăng ký chứng khoán, thanh toán bù trừ đối với các giao dịch chứng khoán; công bố thông tin về hoạt động giao dịch chứng khoán; kiểm tra giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán và một số nhiệm vụ khác.

Tổ chức của TTGDCK gồm có: Ban giám đốc điều hành và 8 phòng chức năng: (1) Phòng Quản lý giao dịch; (2) Phòng Đăng ký - Lưu ký - Thanh toán bù trừ; (3) phòng Quản lý Niêm yết; (4) Phòng Giám sát thị trường; (5) Phòng Công bố thông tin; (6) Phòng Công nghệ tin học (7) Phòng Quản lý thành viên; (8) Phòng Hành chính - Nhân sự.

*** Các công ty chứng khoán (CTCK)**

Theo Quyết định số 04/1998/QĐ-UBCK₃ ngày 13/10/1998 của UBCKNN, các CTCK được thành lập dưới hình thức pháp lý là công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm nhiệm hữu hạn. Đó là những tổ chức kinh tế có tư cách pháp nhân, có vốn riêng và hạch toán kinh tế độc lập. Tùy theo vốn điều lệ và đăng ký kinh doanh mà một công ty có thể thực hiện một hoặc một số nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán: môi giới chứng khoán, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư và lưu ký chứng khoán.

***Các tổ chức phát hành chứng khoán.**

Theo các văn bản pháp lý hiện hành, các tổ chức được phép phát hành chứng khoán ở Việt Nam bao gồm:

- *Chính phủ*: phát hành tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc và trái phiếu đầu tư.

- *Chính quyền địa phương*: phát hành trái phiếu để tài trợ cho các dự án và các nhu cầu chi tiêu của chính quyền địa phương.

- *Các công ty cổ phần* (bao gồm cả doanh nghiệp CPH và công ty cổ phần mới thành lập): phát hành cổ phiếu (cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu ưu đãi biểu quyết, cổ phiếu ưu đãi cổ tức và cổ phiếu ưu đãi hoàn lại) và trái phiếu doanh nghiệp.

- *Các DNNN và công ty trách nhiệm hữu hạn*: phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

- *Các quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ*: phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư.

Tuy nhiên, trên thực tế tham gia phát hành chứng khoán trong thời gian qua chủ yếu là Chính phủ, các Ngân hàng thương mại quốc doanh (NHTMQD), một số DNNN và các DNNN khi tiến hành CPH. Các chủ thể còn lại (ngoài chứng khoán phát hành lần đầu khi thành lập công ty, nếu có), hầu như chưa triển khai phát hành chứng khoán.

*** Các nhà đầu tư chứng khoán.**

Theo các văn bản pháp luật hiện hành, các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam bao gồm: cá nhân, hộ gia đình, các tổ chức, các quỹ đầu tư, các doanh nghiệp, các công ty bảo hiểm...

Tuy nhiên, tùy theo đặc điểm của mỗi loại thị trường mà mức độ tham gia của các nhà đầu tư có khác nhau. Trên thị trường đấu thầu tín phiếu và trái phiếu kho bạc, các nhà đầu tư chủ yếu là các ngân hàng thương mại quốc doanh và một số tổ chức Bảo hiểm quen thuộc. Các thành viên khác như ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng liên doanh, chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam... hầu như không tham gia, hoặc tham gia đặt thầu với lãi suất cao nên rất ít khi trúng thầu. Trên thị trường bán lẻ trái phiếu qua hệ thống KBNN, hệ thống NHTM, TTGDCK các nhà đầu tư tham gia thị trường thường là nhà đầu tư cá thể và chủ yếu là nhà đầu tư trong nước. Thời gian gần đây đã bắt đầu xuất hiện một số nhà đầu tư nước ngoài (Anh, Trung Quốc, Công ty Bảo hiểm Prudential). Trên thị trường tự do, ngoài các nhà đầu tư cá nhân trong nước cũng đã xuất hiện những nhà đầu tư cá nhân nước ngoài.

*** Các tổ chức phụ trợ khác**

Ngoài các thành viên nêu trên, tham gia TTCK Việt Nam còn có các tổ chức phụ trợ khác như: các tổ chức lưu ký, thanh toán bù trừ, các tổ chức kiểm toán... Thành viên lưu ký của TTGDCK bao gồm các CTCK, NHTM đủ điều kiện được UBCKNN cấp giấy phép hoạt động lưu ký chứng khoán.

Hiện nay, Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam được chọn là ngân hàng chỉ định thanh toán.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Trình bày các chức năng cơ bản của thị trường tài chính. Liên hệ thực tiễn thị trường tài chính Việt Nam?
2. Phân tích các đặc điểm của các công cụ trên thị trường vốn và thị trường tiền tệ. Liên hệ với thực tiễn Việt Nam?
3. Một số nhà kinh tế cho rằng: một trong những lý do làm cho các nền kinh tế ở các nước đang phát triển tăng trưởng chậm là do thị trường tài chính chưa mở cửa một cách đầy đủ. Anh (Chị) hãy bình luận về quan điểm trên.

4. Phân tích cấu trúc của thị trường chứng khoán. Từ đó đưa ra các bình luận về quá trình xây dựng và phát triển TTCK ở Việt Nam hiện nay.

5. Vai trò của thị trường chứng khoán? Phân tích các cơ sở khoa học của việc hình thành TTCK ở Việt Nam hiện nay.

6. Các chủ thể trên thị trường chứng khoán? Liên hệ với thực tiễn TTCK Việt Nam hiện nay.

CHƯƠNG 2

CHỨNG KHOÁN VÀ PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

2.1. CHỨNG KHOÁN VÀ PHÂN LOẠI CHỨNG KHOÁN

2.1.1. Khái niệm và đặc điểm của chứng khoán

Chứng khoán là những giấy tờ có giá và có khả năng chuyển nhượng, xác định số vốn đầu tư (tư bản đầu tư); chứng khoán xác nhận quyền sở hữu hoặc quyền đòi nợ hợp pháp, bao gồm các điều kiện về thu nhập và tài sản trong một thời hạn nào đó.

Chứng khoán là một tài sản tài chính có các đặc điểm cơ bản:

Tính thanh khoản (Tính lỏng): Tính lỏng của tài sản là khả năng chuyển tài sản đó thành tiền mặt. Khả năng này cao hay thấp phụ thuộc vào khoảng thời gian và phí cần thiết cho việc chuyển đổi và rủi ro của việc giảm sút giá trị của tài sản đó do chuyển đổi. Chứng khoán có tính lỏng cao hơn so với các tài sản khác, thể hiện qua khả năng chuyển nhượng cao trên thị trường và nói chung, các chứng khoán khác nhau có khả năng chuyển nhượng là khác nhau.

Tính rủi ro. Chứng khoán là các tài sản tài chính mà giá trị của nó chịu tác động lớn của rủi ro, bao gồm rủi ro có hệ thống và rủi ro không có hệ thống. Rủi ro có hệ thống hay rủi ro thị trường là loại rủi ro tác động tới toàn bộ hoặc hầu hết các tài sản. Loại rủi ro này chịu tác động của các điều kiện kinh tế chung như: lạm phát, sự thay đổi tỷ giá hối đoái, lãi suất v.v. Rủi ro không hệ thống là loại rủi ro chỉ tác động đến một tài sản hoặc một nhóm nhỏ các tài sản. Loại rủi ro này thường liên quan tới điều kiện của nhà phát hành. Các nhà đầu tư thường quan tâm tới việc xem xét, đánh giá các rủi ro liên quan, trên cơ sở đó đề ra các quyết định trong việc lựa chọn, nắm giữ hay bán các chứng khoán. Điều này phản ánh mối quan hệ giữa lợi tức và rủi

ro hay sự cân bằng về lợi tức - người ta sẽ không chịu rủi ro tăng thêm trừ khi người ta kỳ vọng được bù đắp bằng lợi tức tăng thêm.

Tính sinh lợi. Chứng khoán là một tài sản tài chính mà khi sở hữu nó, nhà đầu tư mong muốn nhận được một thu nhập lớn hơn trong tương lai. Thu nhập này được bảo đảm bằng lợi tức được phân chia hàng năm và việc tăng giá chứng khoán trên thị trường. Khả năng sinh lợi bao giờ cũng quan hệ chặt chẽ với rủi ro của tài sản, thể hiện trong nguyên lý - *mức độ chấp nhận rủi ro càng cao thì lợi nhuận kỳ vọng càng lớn.*

Hình thức của chứng khoán. Hình thức của các loại chứng khoán có thu nhập (cố định hoặc biến đổi) thường bao gồm phần bìa và phần bên trong. Ngoài bìa ghi rõ quyền đòi nợ hoặc quyền tham gia góp vốn. Số tiền ghi trên chứng khoán được gọi là mệnh giá của chứng khoán. Đối với giấy tờ có giá với lãi suất cố định bên trong có phiếu ghi lợi tức (Coupon) - ghi rõ lãi suất hoặc lợi tức sẽ được hưởng.

Đối với giấy tờ có giá mang lại cổ tức (cổ phiếu) bên trong chỉ ghi phần thu nhập nhưng không ghi xác định số tiền được hưởng, nó chỉ đảm bảo cho người sở hữu quyền yêu cầu về thu nhập do kết quả kinh doanh của công ty và được phân phối theo nghị quyết của đại hội cổ đông. Ngoài phiếu ghi lợi tức còn kèm theo phiếu ghi phần thu nhập bổ sung (xác nhận phần đóng góp lũy kế)

2.1.2. Phân loại chứng khoán

Tùy theo cách chọn tiêu thức, người ta có thể phân loại chứng khoán thành nhiều loại khác nhau. Tuy nhiên, trong giáo trình này, chứng khoán được chia theo ba tiêu thức chủ yếu, đó là theo *tính chất của chứng khoán, theo khả năng chuyển nhượng và theo khả năng thu nhập.*

Cách phân chia này tạo điều kiện cho người đầu tư nhận biết dễ dàng các loại chứng khoán đang lưu thông và giúp họ lựa chọn cách thức đầu tư phù hợp.

2.1.2.1. Phân loại chứng khoán theo tính chất

Theo tính chất của chứng khoán, các loại chứng khoán được phân thành: Chứng khoán vốn; Chứng khoán nợ; Các chứng khoán phái sinh.

2.1.2.1.1. Chứng khoán vốn

Chứng khoán vốn là chứng thư xác nhận sự góp vốn và quyền sở hữu phần vốn góp và các quyền hợp pháp khác đối với tổ chức phát hành.

Đại diện cho chứng khoán vốn là cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư.

Cổ phiếu là một loại chứng khoán vốn được phát hành dưới dạng chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, xác nhận quyền sở hữu và lợi ích hợp pháp đối với tài sản hoặc vốn của một công ty cổ phần. Cổ phiếu là công cụ tài chính có thời hạn thanh toán là vô hạn.

Khi tham gia mua cổ phiếu, các nhà đầu tư trở thành các cổ đông của công ty cổ phần (CTCP). Cổ đông có thể tiến hành mua bán, chuyển nhượng các cổ phiếu trên thị trường thứ cấp theo quy định của pháp luật.

2.1.2.1.2. Chứng khoán nợ

Chứng khoán nợ, điển hình là trái phiếu, tín phiếu là một loại chứng khoán quy định nghĩa vụ của người phát hành (người đi vay) phải trả cho người đứng tên sở hữu chứng khoán (người cho vay) một khoản tiền nhất định bao gồm cả gốc và lãi trong những khoảng thời gian cụ thể.

Những đặc trưng cơ bản của trái phiếu:

- *Mệnh giá và lãi suất cuống phiếu.* Mệnh giá của một trái phiếu là số tiền ghi trên bề mặt trái phiếu, đến thời điểm thanh toán (đáo hạn) của trái phiếu, tổ chức phát hành phải trả số tiền đó cho người sở hữu hợp pháp trái phiếu.

Lãi suất cuống phiếu là lãi suất tổ chức phát hành sẽ trả cho người sở hữu trái phiếu khi đến hạn thanh toán. Lãi suất nhân với mệnh giá sẽ cho lãi cuống phiếu. Thông thường lãi suất cuống phiếu là lãi suất danh nghĩa.

- *Thời gian đáo hạn.* Thời gian đáo hạn của trái phiếu là thời gian chấm dứt khoản nợ, tổ chức phát hành sẽ thu hồi trái phiếu bằng cách hoàn trả gốc và lãi cho người sở hữu. Thời gian đáo hạn của trái phiếu thông thường là dài hạn. Nếu thời gian đáo hạn của một trái phiếu càng dài thì mức độ biến động giá của trái phiếu sẽ càng lớn.

2.1.2.1.3. Chứng khoán phái sinh

Chứng khoán phái sinh là các công cụ tài chính có nguồn gốc từ chứng khoán và có quan hệ chặt chẽ với các chứng khoán gốc.

Các chứng khoán phái sinh được hình thành do nhu cầu giao dịch của người mua và người bán và phát triển phụ thuộc vào mức độ phát triển của thị trường chứng khoán. Có thể phân loại chứng khoán phái sinh thành các loại như sau:

a) Quyền mua trước

Quyền mua trước hay còn gọi là đặc quyền mua là một quyền ưu đãi được gắn với một cổ phiếu đang lưu hành, do công ty phát hành ra cổ phiếu đó để huy động thêm vốn cổ phần, quyền mua trước cho phép người sở hữu những cổ phiếu đang lưu hành được mua một số nhất định cổ phiếu trong đợt phát hành mới của công ty, tại một mức giá xác định thấp hơn mức giá chào bán ra công chúng trong một thời hạn nhất định. Các quyền này cũng được chuyển nhượng giữa các cổ đông có quyền thụ hưởng quyền và các nhà đầu tư khác. Thông thường, quyền mua trước có thời hạn ngắn hạn là chủ yếu (từ 2-4 tuần) và việc phát hành quyền được quy định trong điều lệ tổ chức của công ty.

Mức giá đăng ký trong tất cả các dạng quyền mua trước thấp hơn mức giá hiện hành của cổ phiếu vào thời điểm quyền được phát hành. Điều này là do: *Thứ nhất*, rủi ro có thể xảy ra khi giá thị trường giảm trong thời hạn phát hành quyền và điều đó có thể ảnh hưởng đến đợt phát hành. *Thứ hai*, mức chênh lệch đáng kể này làm tăng tính hấp dẫn đối với các cổ đông cũ. Vì vậy, để tránh cho các cổ đông cũ khỏi thiệt họ được mua cổ phần mới theo giá lý thuyết bằng phần chênh lệch giữa thị giá cổ phiếu trước và sau khi tăng vốn.

Giá trị của quyền mua trước (chứng quyền) được xác định như sau:

$$M = \frac{P - F}{N + 1}$$

Trong đó: P là thị giá cổ phiếu

F là giá ưu đãi của chứng quyền

N là định mức số cổ phiếu cũ để mua một cổ phiếu mới hay là số lượng quyền cần để mua một cổ phần mới = Số lượng cổ phần cũ đang lưu hành/số lượng cổ phần mới.

Trong đó: Số lượng cổ phần mới = mức vốn cần huy động/ giá đăng ký mua.

Sở dĩ trong mẫu số, N phải cộng thêm 1 là vì trong thời hạn đăng ký mua cổ phần mới, giá thị trường của cổ phiếu (P) đã bao gồm luôn cả giá trị của quyền.

Trường hợp các cổ đông không muốn thực hiện quyền, họ có thể bán chúng trên thị trường trong thời gian quyền chưa hết hạn. Giá quyền phụ thuộc vào giá thị trường của cổ phiếu. Ngoài ra, cần lưu ý rằng vào ngày đầu tiên cổ phần được mua bán không còn kèm đặc quyền, giá thị trường sẽ giảm một khoảng bằng với giá trị của đặc quyền (vì cổ phần bây giờ đang được bán không có đặc quyền). Khi đó, giá trị của một đặc quyền sẽ là:

$$M = \frac{P - F}{N}$$

b) Chứng khế

Chứng khế hay còn gọi là bảo chứng phiếu (cam kết bán) là một loại chứng khoán được phát hành cùng với trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi mà người sở hữu nó có quyền được mua một số lượng chứng khoán nhất định tại một mức giá xác định và trong một thời hạn nhất định.

Quyền này được phát hành trong trường hợp tổ chức lại các công ty, hoặc khi công ty phát hành nhằm mục tiêu khuyến khích các nhà đầu tư tiềm năng mua các trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi có những điều kiện kém thuận lợi. Để chấp nhận những điều kiện đó, nhà đầu tư có được một lựa chọn đối với sự lên giá có thể xảy ra của cổ phiếu thường.

Giá định trước trên chứng khế thường cao hơn giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường và có thời hạn dài hơn chứng quyền, thông thường thời hạn của chứng khế là một vài năm hoặc vĩnh viễn. Các chứng quyền do các công ty phát hành chứng khoán phát hành và các chứng quyền sau một

khoảng thời gian nhất định có thể tách rời khỏi các chứng khoán cơ sở và khi đó chúng có thể được giao dịch riêng biệt trên thị trường.

Giá trị của chứng khế = Giá trị nội tại + Giá trị thời gian

Trong đó:

Giá trị nội tại = (Giá cổ phần - Giá thực hiện) \times Số cổ phần được mua của chứng khế.

Khi chứng khế được thực hiện sẽ làm tăng số lượng cổ phần của TCPH. Điều này sẽ làm giảm giá cổ phần do ảnh hưởng đến lợi nhuận tính cho mỗi cổ phần. Việc định giá chứng khế được tiến hành theo phương pháp áp dụng đối với hợp đồng quyền chọn mua kiểu Mỹ song có tính đến hiệu ứng "*pha loãng*" lợi nhuận của quyền.

$$\text{Giá hợp lý của chứng khế} = \frac{P_c}{1 + q} \times \begin{matrix} \text{Số cổ phần} \\ \text{được mua của} \\ \text{chứng quyền} \end{matrix}$$

Trong đó:

P_c : là giá trị của một hợp đồng quyền chọn mua kiểu Mỹ với giá thực hiện và thời gian đáo hạn giống như của chứng khế.

q : là tỷ lệ tăng trưởng số cổ phần nếu như tất cả các chứng khế đều được thực hiện.

Là người sở hữu chứng khế, nhà đầu tư không có tư cách cổ đông trong công ty, không được nhận cổ tức, và không có quyền biểu quyết cho tới khi thật sự chuyển chứng khế ra thành cổ phiếu thường. Tại thời điểm phát hành chứng khế, giá mua cổ phiếu ghi trong chứng khế bao giờ cũng cao hơn giá thị trường cổ phiếu cơ sở, và giá đó có thể cố định, có thể được tăng lên định kỳ.

Độ chính xác để xác định giá trị của chứng khế phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố như: thời hạn còn lại của chứng khế, mức chênh lệch giữa giá hiện tại của cổ phiếu thấp hơn so với mức giá hiện thực, sự xem xét của công chúng đầu tư đối với cổ phiếu này và việc trả cổ tức, các mức lãi suất và các điều kiện thị trường nói chung.

Thông thường, các mức giá chứng khế sẽ có xu hướng tăng trong thị trường giá lên và giảm trong một thị trường giá xuống.

c) Hợp đồng kỳ hạn

Hợp đồng kỳ hạn là một thoả thuận giữa người mua và người bán thực hiện một giao dịch hàng hoá ở một thời điểm chắc chắn trong tương lai với khối lượng và mức giá xác định.

Tuy nhiên, không giống như hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn không trao đổi trên thị trường, không được định giá hàng ngày. Hợp đồng kỳ hạn không phải theo tiêu chuẩn của thị trường riêng biệt, ngày thực hiện hợp đồng được xác định tùy theo từng hợp đồng.

Giá trong hợp đồng kỳ hạn là giá giao hàng, tại thời điểm ký hợp đồng, giá chuyển giao được chọn để giá trị của hai bên mua bán là bằng không. Điều này có nghĩa là không có chi phí khi mua bán hợp đồng kỳ hạn.

Hợp đồng kỳ hạn được nhà đầu tư sử dụng để tiến hành đầu cơ và bảo hộ.

d) Hợp đồng tương lai.

Hợp đồng tương lai (HĐTL) là một thoả thuận để mua hoặc bán một tài sản vào thời điểm chắc chắn trong tương lai với một mức giá xác định.

Chức năng kinh tế cơ bản của các thị trường HĐTL là cung cấp một cơ hội cho những người tham gia thị trường để phòng ngừa rủi ro về những biến động giá bất lợi và là công cụ cho các nhà đầu cơ.

Các hợp đồng tương lai dựa trên cơ sở một công cụ tài chính hay một chỉ số tài chính được gọi là HĐTL tài chính, bao gồm HĐTL chỉ số cổ phiếu; HĐTL lãi suất; HĐTL tiền tệ.

Hợp đồng tương lai, nhờ đặc điểm có tính linh hoạt đã khắc phục được những nhược điểm của hợp đồng kỳ hạn và thường được xem là một phương thức tốt hơn để phòng ngừa rủi ro trong kinh doanh. Sự khác nhau giữa hai loại hợp đồng này thể hiện ở các điểm:

Về tính chất: điểm khác biệt lớn nhất giữa hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai chính là tồn tại một sở giao dịch có tổ chức giao dịch hợp đồng tương lai, trong khi đối với hợp đồng kỳ hạn thì không. Như vậy, hợp

đồng kỳ hạn chỉ là hợp đồng riêng biệt giữa hai bên còn hợp đồng tương lai được trao đổi trên thị trường.

Sở giao dịch HDTL cho phép các nhà giao dịch vô danh được mua và bán các hợp đồng giao dịch tương lai mà không phải xác định rõ đối tác trong một hợp đồng cụ thể. Ngoài ra, Sở giao dịch còn tạo ra tính thanh khoản cao cho thị trường hợp đồng tương lai, giúp cho các đối tác tham gia vào hợp đồng tương lai thực hiện các nghĩa vụ của họ có hiệu quả hơn so với khi tham gia vào hợp đồng kỳ hạn.

Về tính tiêu chuẩn hoá hợp đồng: không giống như các hợp đồng kỳ hạn, các hợp đồng tương lai được tiêu chuẩn hoá. Các hợp đồng kỳ hạn có thể được lập ra cho bất kỳ loại hàng hoá nào, với bất kỳ số lượng và chất lượng, thời hạn thanh toán được hai bên tham gia hợp đồng chấp thuận. Trong khi đó, các hợp đồng tương lai niêm yết tại các Sở giao dịch được quy định đối với một số hàng hoá cụ thể và đáp ứng các yêu cầu tối thiểu về chất lượng và tại một thời điểm giao hàng xác định.

Về rủi ro trong thanh toán: Sử dụng các hợp đồng tương lai được niêm yết trên Sở giao dịch sẽ kiểm soát được rủi ro thanh toán. Trong các giao dịch hợp đồng tương lai, cả bên mua và bên bán không biết ai là đối tác của mình. Trung tâm thanh toán bù trừ thực hiện chức năng trung gian thanh toán trong tất cả các giao dịch.

Đối với các hợp đồng kỳ hạn, các khoản lỗ và lãi sẽ được thanh toán khi các hợp đồng đáo hạn. Trong khi đó đối với các hợp đồng tương lai, những thay đổi về giá trị của các bên tham gia hợp đồng (thông qua tài khoản) được điều chỉnh hàng ngày theo mức giá trị thị trường. Các hợp đồng tương lai còn có một số yêu cầu ký quỹ nhất định. Như vậy, chính sự kết hợp giữa việc thanh toán hàng ngày và yêu cầu ký quỹ sẽ giúp phòng ngừa được rủi ro trong thanh toán của hợp đồng tương lai.

Về tính thanh khoản: do có sự tham gia của trung tâm thanh toán bù trừ, tính thanh khoản của các hợp đồng tương lai cao hơn nhiều so với các hợp đồng kỳ hạn.

Tóm tắt sự khác biệt giữa hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai:

Hợp đồng kỳ hạn	Hợp đồng tương lai
Là hợp đồng riêng biệt giữa hai bên	Là hợp đồng trao đổi trên thị trường
Không chuẩn hoá hợp đồng	Tiêu chuẩn hoá hợp đồng
Thường chuyển giao hàng hoá vào ngày riêng	Ngày giao hàng nhất định
Thanh toán ở thời điểm chấm dứt hợp đồng	Thanh toán hàng ngày
Giao hàng hoặc thanh toán tiền mặt thường được thực hiện	Hợp đồng thường đóng trạng thái trước khi thực hiện

e) Quyền chọn

Hợp đồng quyền chọn là một hợp đồng cho phép người nắm giữ nó được mua (nếu là quyền chọn mua) hoặc được bán (nếu là quyền chọn bán) một khối lượng hàng hoá cơ sở nhất định tại một mức giá xác định và trong một thời gian nhất định.

Các hàng hóa cơ sở này có thể là: cổ phiếu, chỉ số cổ phiếu, trái phiếu, chỉ số trái phiếu, tiền hay hợp đồng tương lai.

Một hợp đồng quyền chọn bất kỳ đều bao gồm 4 đặc điểm cơ bản sau

- Loại quyền (quyền chọn bán hoặc chọn mua)
- Tên hàng hóa cơ sở và khối lượng được mua hoặc bán theo quyền
- Ngày đáo hạn
- Giá thực thi

Có 4 đối tượng tham gia trên thị trường quyền chọn:

- Người mua quyền mua. (Buyers of calls)
- Người bán quyền mua. (Sellers of calls)
- Người mua quyền bán. (Buyers of puts)
- Người bán quyền bán. (Sellers of puts)

Người mua được xem là nhà đầu tư có vị thế dài hạn và người bán ở vị thế ngắn hạn trên hợp đồng. Việc bán hợp đồng quyền chọn được gọi là phát hành quyền chọn (có thể phát hành quyền chọn trong khi có chứng khoán cơ sở - quyền chọn có bảo đảm hoặc không có chứng khoán cơ sở - quyền chọn khống).

Trong hợp đồng quyền chọn, người bán quyền trao cho người mua để đổi lấy một khoản tiền được gọi là phí quyền chọn hay còn gọi là giá quyền chọn. Mức giá mà tại đó quyền chọn có thể được mua hoặc được bán gọi là mức *giá thực thi quyền*. Ngày mà sau đó quyền hết giá trị gọi là ngày đáo hạn.

Hợp đồng quyền chọn chia làm hai loại: Hợp đồng quyền chọn kiểu Mỹ và Hợp đồng quyền chọn kiểu Châu Âu. Một hợp đồng quyền chọn Mỹ có thể được thực hiện vào bất kỳ thời điểm nào cho đến tận ngày đáo hạn. Một quyền chọn Châu Âu chỉ có thể được thực hiện vào ngày đáo hạn.

Các bộ phận cấu thành nên giá quyền chọn:

- Giá trị nội tại của quyền

Giá trị nội tại của một quyền chọn là giá trị mà người nắm giữ quyền chọn sẽ nhận được bằng cách thực hiện quyền được ngay lập tức.

Đối với một quyền chọn mua, nếu giá thực hiện quyền thấp hơn giá của chứng khoán cơ sở, quyền chọn mua đó được coi là lãi (*in the money*). Một quyền chọn có mức giá thực thi ngang bằng với giá hiện hành của chứng khoán cơ sở được coi là hòa vốn (*at the money*), nếu còn thấp hơn giá hiện hành của chứng khoán thì bị coi là lỗ (*out of money*). Trong cả hai trường hợp quyền chọn mang lại khoản lỗ và hòa vốn đều có giá trị nội tại bằng không bởi vì người thực hiện quyền không thu được lãi.

Đối với quyền chọn bán thì ngược lại, người thực hiện quyền sẽ có lãi nếu giá thực hiện quyền cao hơn giá hiện hành của chứng khoán cơ sở và sẽ bị lỗ nếu giá thực hiện quyền thấp hơn giá thị trường của chứng khoán cơ sở.

Giá trị thời gian của quyền:

Giá trị thời gian của một quyền chọn là khoản chênh lệch giữa giá của quyền so với giá trị nội tại. Thời gian cho tới khi đáo hạn của quyền càng dài

thì giá trị thời gian của quyền sẽ càng lớn, bởi vì người mua quyền chọn hy vọng rằng vào một thời điểm nào đó trước khi hết hiệu lực, những thay đổi về giá chứng khoán cơ sở trên thị trường sẽ làm tăng giá trị của các quyền chọn, do đó họ sẵn sàng trả một khoản tiền chênh lệch trên giá trị nội tại.

Các yếu tố ảnh hưởng đến giá của quyền lựa chọn*:

- *Giá thị trường của chứng khoán cơ sở:* Đối với một quyền chọn mua giá thị trường của chứng khoán cơ sở và giá của quyền chọn mua tăng (giảm) cùng chiều. Đối với một quyền chọn bán thì ngược lại, đó là mối quan hệ tăng giảm ngược chiều.

- *Giá thực hiện:* Loại bỏ tác động của các yếu tố khác, mức giá thực hiện quyền càng cao thì giá của một quyền chọn mua càng thấp. Đối với một quyền chọn bán thì ngược lại: mức giá thực hiện càng cao thì giá của quyền chọn bán càng cao.

- *Thời gian cho đến khi đáo hạn:* Đối với các quyền lựa chọn Mỹ (cả quyền chọn mua và chọn bán), thời gian đáo hạn càng dài thì giá của quyền càng cao, vì giá của chứng khoán cơ sở có khả năng biến động để cho quyền chọn trở thành có lãi và đem lại lợi nhuận cho người sở hữu. Đối với các quyền chọn Châu Âu, ảnh hưởng của thời gian cho đến khi đáo hạn phụ thuộc vào việc quyền chọn là quyền chọn mua hay chọn bán.

- *Lãi suất ngắn hạn phi rủi ro trong suốt thời hạn tồn tại của quyền.* Cố định tất cả các yếu tố khác, giá của một quyền chọn mua của một trái phiếu sẽ tăng khi lãi suất ngắn hạn phi rủi ro tăng. Đối với một quyền chọn bán của trái phiếu thì ngược lại: một sự gia tăng mức lãi suất ngắn hạn phi rủi ro sẽ làm giảm giá của một quyền chọn bán.

- *Lãi suất Coupon:* Đối với các quyền chọn trái phiếu, các quyền chọn mua của các trái phiếu coupon sẽ bị định giá thấp hơn so với các quyền chọn mua của các trái phiếu không có coupon. Ngược lại, các coupon có xu hướng làm tăng giá của các quyền chọn bán.

* Tham khảo cuốn John C. Hull, *Intoduction to Future and Option Market*, Prentice Hall International, Inc, 1998.

Mức dao động dự đoán của các mức lãi suất trong suốt thời hạn của quyền: quan hệ giữa mức dao động dự đoán của mức lãi suất trong suốt thời gian của quyền và giá của quyền là mối quan hệ tỷ lệ thuận bởi vì mức dao động dự đoán càng cao, xác suất giá của chứng khoán cơ sở sẽ dịch chuyển theo hướng có lợi cho người mua chứng khoán sẽ càng cao.

Chức năng kinh tế của quyền lựa chọn:

- *Quyền lựa chọn giúp nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro.*

Ví dụ, về việc mua bán quyền chọn để phòng ngừa rủi ro: Một nhà đầu tư sở hữu 500 cổ phiếu của công ty IBM vào tháng 8. Giá cổ phiếu hiện tại là 152USD/cổ phiếu. Nhà đầu tư lo lắng giá cổ phiếu có thể giảm mạnh sau 2 tháng nữa và muốn bảo vệ mình. Nhà đầu tư đó có thể mua quyền chọn bán tháng 10 ở Sở giao dịch quyền chọn Chicago (CBOE) để bán 500 cổ phiếu với giá thực hiện là 150USD. Ở CBOE, mỗi hợp đồng cho phép bán 100 cổ phiếu nên nhà đầu tư này sẽ mua 5 hợp đồng. Nếu giá quyền chọn được yết là 4USD thì điều đó có nghĩa là mỗi hợp đồng quyền chọn sẽ trị giá $100 \times 4\text{USD} = 400\text{USD}$ và tổng lệ phí mà nhà đầu tư phải trả là: $5 \times 400\text{USD} = 2.000\text{USD}$.

Tóm tắt chiến lược mua bán quyền chọn để phòng ngừa rủi ro

Thông tin từ bàn giao dịch - tháng 8

Một nhà đầu tư sở hữu 500 cổ phiếu của công ty IBM và muốn có một sự bảo hộ chống lại sự giảm giá có thể xảy ra của cổ phiếu trong 2 tháng tới.

Yết giá:

Giá cổ phiếu của công ty IBM hiện thời là : 152USD

Giá một quyền chọn bán cổ phiếu IBM tháng 10 là : 4USD

Chiến lược của nhà đầu tư : Nhà đầu tư mua 5 hợp đồng quyền chọn bán với tổng số tiền là : $5 \times 100 \times 4\text{USD} = 2.000\text{USD}$

Kết quả : Nhà đầu tư có quyền bán những cổ phiếu đó với giá ít nhất là: $500 \times 150\text{USD} = 75.000\text{USD}$

Theo tóm tắt trên trên, chiến lược này trị giá 2.000USD nhưng bảo đảm rằng cổ phiếu có thể được bán ít nhất với giá 150USD/cổ phiếu trong suốt thời hạn của quyền chọn. Nếu giá thị trường của cổ phiếu công ty IBM giảm

xuống dưới 150USD, quyền chọn có thể được thực hiện để thu được 75.000USD. Khi giá của quyền chọn được tính, khối lượng tiền thu được là 73.000USD. Nếu giá thị trường ở mức trên 150USD, quyền chọn không được thực thi và mất hiệu lực. Tuy nhiên, trong trường hợp này, giá trị của việc mua hợp đồng quyền chọn luôn luôn hơn 75.000USD (hay trên 73.000USD khi giá của quyền chọn được đưa vào tính toán).

Ta thấy có một sự khác nhau cơ bản giữa việc sử dụng hợp đồng tương lai và quyền chọn cho việc mua bán đối xung. Hợp đồng tương lai được đặt ra để trung lập hoá rủi ro bằng việc cố định giá mà người bảo hộ sẽ phải trả hay nhận được cho tài sản tiềm tàng. Ngược lại, hợp đồng quyền chọn lại tạo ra sự bảo hiểm. Những hợp đồng đó đưa ra một biện pháp để các nhà đầu có thể bảo vệ được mình chống lại sự lên xuống bất lợi của giá cả trong tương lai, trong khi họ vẫn có thể kiếm được lợi nhuận nhờ sự vận động thuận lợi của giá cả.

- Quyền lựa chọn được nhà đầu tư sử dụng để đầu cơ

Một ví về việc đầu cơ có sử dụng quyền chọn: Chúng ta xét một ví dụ tiếp theo xem một người đầu cơ sử dụng quyền chọn như thế nào. Giả sử rằng bây giờ đang là tháng 9, một người đầu cơ muốn tham gia đầu tư vào cổ phần Exxon. Nói một cách khác, anh ta muốn chiếm một lợi thế khi giá cổ phiếu tăng lên. Giả sử rằng giá cổ phiếu hiện tại là 78USD và giá một quyền bán một cổ phiếu đó ở tháng 12 có giá thực hiện 80USD là 3USD. Bảng sau minh họa hai lựa chọn đối với nhà đầu cơ và giả sử anh ta sẵn sàng đầu tư 7.800USD. Lựa chọn thứ nhất liên quan đến việc mua thẳng 100 cổ phiếu. Lựa chọn thứ 2 bao gồm việc mua 2.600 quyền chọn mua Exxon (nghĩa là 26 hợp đồng quyền chọn)

Giả sử rằng, suy nghĩ cảm tính của nhà đầu cơ là chính xác và tới tháng 12, giá cổ phiếu của công ty Exxon lên đến 90USD. Lựa chọn thứ nhất, tức là mua cổ phiếu mang lại một khoản lợi nhuận là: $100 \times (90\text{USD} - 78\text{USD}) = 1.200\text{USD}$

Tuy nhiên, lựa chọn thứ 2 đem lại nhiều lợi nhuận hơn. Một quyền chọn mua cổ phiếu Exxon với giá thực hiện 80USD đem lại một khoản lợi nhuận là 10USD bởi vì quyền chọn cho phép anh ta được mua một cổ phiếu trị giá

90USD với giá là 80USD. Tổng giá trị của tất cả quyền chọn đã được mua là: $2.600 \times 10\text{USD} = 26.000\text{USD}$. Trừ đi giá trị ban đầu của quyền chọn, lợi nhuận ròng sẽ là: $26.000\text{USD} - 7.800\text{USD} = 18.200\text{USD}$

Vì vậy, chiến lược quyền chọn mang lại lợi nhuận gấp 15 lần so với lợi nhuận thu được do lựa chọn chiến thuật một là mua cổ phiếu.

Tất nhiên, quyền chọn cũng có thể gây ra những tổn thất lớn hơn. Giả sử tới tháng 12, giá cổ phiếu giảm xuống 70USD. Lựa chọn đầu tiên: mua cổ phiếu sẽ gây ra một sự tổn thất là: $100 \times (78\text{USD} - 70\text{USD}) = 800\text{USD}$. Trong khi đó, vì quyền chọn mua hết hạn mà chưa được thực hiện nên chiến lược quyền chọn sẽ gây ra một tổn thất là 7.800USD - giá ban đầu phải trả cho việc mua quyền chọn.

Tóm tắt hoạt động đầu cơ có sử dụng quyền chọn

Thông tin từ bản giao dịch - tháng 9

Một người đầu cơ định đầu tư 7.800USD vì nghĩ rằng giá của cổ phiếu công ty Exxon sẽ tăng lên trong vòng 3 tháng tới. Anh ta nhận được những chỉ dẫn sau :

Giá cổ phiếu hiện tại : 78USD

Quyền chọn mua cổ phiếu Exxon với giá thực hiện 80USD là : 3USD

Người đầu cơ có 7.800USD để đầu tư.

Chiến lược lựa chọn :

1. Mua 100 cổ phiếu của công ty Exxon
2. Mua 2.600 quyền chọn mua tháng 12 (hoặc 26 hợp đồng tháng 12) của công ty Exxon với giá thực hiện là 80USD.

Giá của cả hai lựa chọn là 7.800USD.

Kết quả có thể :

1. Tới tháng 12, giá cổ phiếu của công ty Exxon lên đến 90USD. Nhà đầu tư được lợi 1.200USD nhờ sử dụng chiến lược 1 và 18.200 nhờ áp dụng chiến lược 2.

2. Tới tháng 12, giá cổ phiếu của công ty Exxon giảm xuống còn 70USD. Nhà đầu tư bị thiệt 800USD vì sử dụng chiến lược 1 và 7.800 USD vì áp dụng chiến lược 2.

Bảng trên cho thấy hợp đồng quyền chọn cũng như hợp đồng tương lai có tác dụng đòn bẩy tài chính rất mạnh đối với nhà đầu tư.

2.1.2.2. Phân loại chứng khoán theo khả năng chuyển nhượng

Theo cách thức này chứng khoán được phân thành **chứng khoán ghi danh (ghi tên)** và **chứng khoán vô danh (không ghi tên)**.

Chứng khoán vô danh (giấy xác nhận quyền sở hữu hoặc quyền đòi nợ không ghi tên chủ sở hữu). Loại chứng khoán này được chuyển nhượng dễ dàng, không cần những thủ tục xác nhận của công ty hoặc cơ quan công chứng. Người mua có trách nhiệm chi trả cho người bán theo giá cả đã được xác định.

Chứng khoán ghi danh (giấy xác nhận quyền sở hữu hoặc quyền đòi nợ có ghi tên chủ sở hữu). Loại chứng khoán này được phép chuyển nhượng nhưng phải tuân theo những qui định pháp lý cụ thể. Nếu muốn chuyển nhượng, người sở hữu phải chứng minh mình là người được phép và có quyền chuyển nhượng (xác nhận chữ ký, chứng minh thư, tên trong danh sách cổ đông). Ví dụ : Cổ phiếu ghi danh và trái phiếu ghi danh là những loại chứng khoán mà tên và những thông tin cần thiết của người sở hữu được ghi trên phần bìa của những chứng khoán này.

Qua cách phân loại này chúng ta thấy chứng khoán vô danh được lưu thông dễ dàng hơn chứng khoán ghi danh hoặc đích danh.

2.1.2.3. Phân loại chứng khoán theo thu nhập

Tuỳ theo từng loại thu nhập, chứng khoán được chia thành các loại sau :

- Chứng khoán có thu nhập cố định.
- Chứng khoán có thu nhập biến đổi.
- Chứng khoán hỗn hợp.

a) Chứng khoán có thu nhập cố định

Chứng khoán có thu nhập cố định là loại chứng khoán có quyền yêu cầu thu nhập cố định không phụ thuộc vào kết quả hoạt động của nhà phát hành. Nó có thể là chứng khoán vô danh hoặc là chứng khoán đích danh, có thể là tín phiếu, trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi. Thông thường, việc phát hành các loại chứng khoán có thu nhập cố định phải kèm theo những qui định pháp lý cụ thể nhằm bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư. Khi phân tích chứng khoán có thu nhập cố định để quyết định đầu tư, thông thường, người ta xét trên hai khía cạnh đó là "*khả năng sinh lợi*" và "*thời hạn thanh toán*".

Nhờ việc phát hành chứng khoán có thu nhập cố định mà Chính phủ, các tổ chức công cộng (có tư cách pháp nhân), các công ty cổ phần tạo ra được nguồn vốn ổn định. Với loại chứng khoán này, do rủi ro thấp hơn so với chứng khoán có thu nhập biến đổi nên sự thay đổi về giá là thấp hơn, tỷ lệ lợi tức quyết định chủ yếu tới khả năng sinh lời của chứng khoán. Bị ảnh hưởng của rủi ro lãi suất, cả người mua và người bán đều quan tâm tới tỷ lệ lợi tức vào từng thời điểm.

Đối với chứng khoán có thu nhập cố định, lợi tức thường được trả theo quý, theo kỳ hạn nửa năm, hoặc là một năm. Mỗi loại chứng khoán có qui định thời hạn trả lợi tức khác nhau. Nếu trong khoảng thời gian trả lợi tức có sự thay đổi quyền sở hữu đối với các chứng khoán này thì phần lợi tức sẽ được thanh toán cho người thụ hưởng tùy thuộc thời điểm mua bán và thời điểm trả lợi tức theo quy định của pháp luật.

Kỳ hạn của các chứng khoán có thu nhập cố định rất khác nhau. Nói chung, tín phiếu có kỳ hạn ngắn (nhỏ hơn hoặc bằng một năm), trái phiếu là trung hạn và dài hạn (2 - 30 năm), cổ phiếu ưu đãi là vô thời hạn. Kỳ hạn này có thể bị thay đổi do hoạt động chuộc lại chứng khoán của nhà phát hành.

Theo đối tượng phát hành, chứng khoán có thu nhập cố định bao gồm những loại chủ yếu sau :

- Trái phiếu Nhà nước
- Trái phiếu địa phương
- Trái phiếu công nghiệp (Trái phiếu công ty)

- Trái phiếu Ngân hàng và Tín phiếu quỹ tiết kiệm.
- Tín phiếu kho bạc.

Trái phiếu Chính phủ: Trái phiếu chính phủ do chính phủ hoặc những ngành đặc biệt như ngành giao thông, bưu điện, xi măng, điện được Chính phủ uỷ quyền phát hành. Những trái phiếu này được phát hành nhằm bù đắp sự thiếu hụt Ngân sách Nhà nước hoặc để xây dựng các công trình công cộng hoặc để giải quyết những khó khăn về tài chính. Trái phiếu chính phủ là "giấy nhận nợ" của chính phủ. Mệnh giá của trái phiếu có thể được ghi bằng đồng ngoại tệ hoặc đồng bản tệ. Nếu trái phiếu Chính phủ được phát hành trong nước thì đó là một bộ phận hình thành những khoản nợ trong nước. Nếu trái phiếu Chính phủ được phát hành tại nước ngoài thì hình thành một khoản nợ nước ngoài. Trái phiếu Chính phủ được bảo đảm chắc chắn bởi uy tín của chính phủ và tài sản của quốc gia, trái phiếu chính phủ có khả năng cầm cố và chuyển nhượng. Các tổ chức nhân đạo, các tổ chức tôn giáo, các công ty phục vụ cho mục đích công cộng thường được ưu tiên mua trước và được miễn giảm lệ phí giao dịch. Hệ thống ngân hàng thương mại là người trợ giúp đắc lực của Nhà nước trong quá trình phát hành và thanh toán trái phiếu Chính phủ.

Trái phiếu địa phương: là khoản vay của chính quyền địa phương (thành phố, tỉnh hoặc vùng dân cư) đối với các tổ chức và cá nhân. Việc phát hành trái phiếu địa phương đòi hỏi phải có giấy phép của cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán. Số tiền thu được do phát hành trái phiếu địa phương được sử dụng vào các mục đích như xây dựng trường học, bệnh viện, đường xá giao thông của địa phương.

Trái phiếu công nghiệp (Trái phiếu công ty): Trái phiếu công nghiệp do các công ty cổ phần và các xí nghiệp lớn phát hành đưa vào thị trường vốn dưới dạng những phiếu nợ và được đảm bảo bằng thu nhập hoặc tài sản của công ty. Về nguyên tắc trái phiếu công nghiệp được phát hành với lãi suất cao hơn so với những chứng khoán có thu nhập cố định trên trong cùng một thời điểm. Các công ty muốn phát hành trái phiếu phải được Nhà nước cấp giấy phép (thông qua Ủy ban chứng khoán quốc gia)

Trái phiếu ngân hàng và tín phiếu quỹ tiết kiệm. Việc phát hành trái phiếu ngân hàng và tín phiếu quỹ tiết kiệm nhằm tạo ra nguồn vốn tín dụng cho chính các tổ chức này hoặc cho các tổ chức tín dụng có liên quan. Trái phiếu ngân hàng và tín phiếu quỹ tiết kiệm được chia ra theo các thời hạn khác nhau với lãi suất khác nhau. Nhưng tín phiếu quỹ tiết kiệm thường bị khống chế bởi giới hạn trả lãi. Mua trái phiếu ngân hàng và tín phiếu quỹ tiết kiệm có lợi là không phải trả lệ phí và được bảo hiểm. Ngày nay, ở nhiều nước đều phải huỷ bỏ mức lãi suất tối đa để cho các ngân hàng được tự do ấn định mức lãi suất, tùy theo tình trạng thị trường và thời gian đến hạn cũng được qui định linh hoạt. Các ngân hàng, các quỹ tiết kiệm muốn phát hành trái phiếu hoặc tín phiếu đều phải có giấy phép của Nhà nước. Ở nước ta việc gửi tiền tiết kiệm có kỳ hạn và không kỳ hạn thực chất đó cũng là tín phiếu quỹ tiết kiệm.

Tín phiếu kho bạc: Tín phiếu kho bạc là những chứng khoán có thu nhập cố định có thời hạn từ 6 tháng tới 1 năm do hệ thống Kho bạc Nhà nước phát hành. Do có rủi ro thấp, tỷ lệ lợi tức của tín phiếu kho bạc thấp hơn tỷ lệ lợi tức trên thị trường vốn trong cùng thời điểm. Tín phiếu kho bạc được hệ thống Kho bạc Nhà nước phối hợp với Ngân hàng Nhà nước mua vào và bán ra trong khuôn khổ của hoạt động thị trường mở nhằm mục đích điều chỉnh thị trường tiền tệ. Việc phát hành tín phiếu Kho bạc Nhà nước có thể đáp ứng các khoản chi thường xuyên, để bù đắp thiếu hụt ngân sách tạm thời.

b. Chứng khoán có thu nhập biến đổi

Cổ phiếu thường đại diện cho loại chứng khoán có thu nhập biến đổi. Thu nhập do việc sở hữu cổ phiếu mang lại gọi là cổ tức (hay lợi tức cổ phần), nó biến động theo kết quả kinh doanh của công ty. Hình thức khác của loại chứng khoán này là phiếu tham gia hay chứng chỉ đầu tư. Loại này khác với cổ phiếu thông thường ở chỗ, nó không được quyền tham gia giám sát hoạt động của công ty. Khi phát hành chứng chỉ đầu tư, công ty có thể huy động được vốn vô thời hạn, không chịu rủi ro về chi trả lợi tức cố định như cổ phiếu ưu đãi hay trái phiếu, song không bị pha loãng quyền kiểm soát của các cổ đông.

c. Hình thức hỗn hợp của chứng khoán

Hình thức hỗn hợp của chứng khoán vừa mang tính chất của chứng khoán có thu nhập cố định, vừa mang tính chất của chứng khoán có thu nhập biến đổi. Việc phát hành loại chứng khoán này nhằm để thích ứng với nhu cầu đặc biệt của thị trường vốn. Chứng khoán hỗn hợp có những loại chủ yếu sau :

Trái phiếu công ty có khả năng chuyển đổi: Loại trái phiếu này cũng có một mức lãi suất cố định, ngoài ra nó còn bảo đảm cho người sở hữu quyền đổi trái phiếu thành cổ phiếu trong một thời hạn với những điều kiện đã xác định. Giá trị của quyền chuyển đổi không chỉ phụ thuộc vào điều kiện chuyển đổi mà còn phụ thuộc vào chất lượng cổ phiếu của công ty.

Trái phiếu có quyền mua cổ phiếu: Trái phiếu có quyền mua cổ phiếu tương tự như trái phiếu nói chung nhưng ngoài khoản lợi tức cố định được nhận, nó còn có quyền được mua một số lượng cổ phiếu nhất định của công ty đang phát hành với một tỷ lệ và thời hạn ưu đãi như đối với các cổ đông thực thụ. Loại trái khoán này có một "chứng chỉ quyền mua" riêng rẽ tách khỏi khoản vay. Về nguyên tắc "chứng chỉ quyền mua" được tách ra sau khi phát hành chứng khoán sau một thời gian và được lưu thông độc lập trên thị trường.

Trái phiếu có thu nhập bổ sung: Loại chứng khoán này đảm bảo một khoản lợi tức cố định nhưng người sở hữu có thể nhận được một khoản thu nhập bổ sung theo sự dao động tăng của cổ tức mà các cổ đông được hưởng.

2.2. PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

2.2.1. Các chủ thể phát hành

Chủ thể phát hành chứng khoán là tổ chức huy động vốn bằng cách bán chứng khoán do mình phát hành cho nhà đầu tư. Chủ thể phát hành bao gồm: Chính phủ, các doanh nghiệp và các quỹ đầu tư.

2.2.1.1. Chính phủ

Mục đích phát hành của Chính phủ là bù đắp sự thiếu hụt của ngân sách và huy động vốn để tài trợ cho các công trình, dự án lớn và quan trọng.

Chính phủ phát hành các loại chứng khoán bao gồm: Trái phiếu Chính phủ, Trái phiếu công trình và Tín phiếu kho bạc.

2.2.1.2. Các doanh nghiệp

Các doanh nghiệp phát hành ra các chứng khoán để huy động vốn và tăng vốn cho sản xuất kinh doanh bên cạnh nguồn vốn đi vay từ các Ngân hàng thương mại. Trong nền kinh tế thị trường có 3 hình thức tổ chức doanh nghiệp cơ bản, đó là: Doanh nghiệp một chủ; Công ty hợp danh và Công ty cổ phần.

Ở Việt Nam, theo Luật doanh nghiệp ban hành năm 1998 và có hiệu lực năm 1999, chỉ có các công ty cổ phần và doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hoá là tổ chức được phép phát hành cả trái phiếu và cổ phiếu. Doanh nghiệp Nhà nước và các Công ty TNHH được phép phát hành trái phiếu để huy động vốn. Các doanh nghiệp còn lại: Doanh nghiệp tư nhân, Hợp tác xã, Công ty hợp danh không được phép phát hành bất cứ loại chứng khoán nào ra thị trường.

2.2.1.3. Các quỹ đầu tư

Quỹ đầu tư là những tổ chức đầu tư chuyên nghiệp, được hình thành bằng vốn góp của các nhà đầu tư để tiến hành đầu tư vào chứng khoán và các loại hình đầu tư khác. Mục đích thành lập quỹ đầu tư là tập hợp và thu hút những nhà đầu tư nhỏ, lẻ tham gia kinh doanh. Đặc trưng cơ bản nhất của Quỹ đầu tư là quỹ vừa đóng vai trò là tổ chức phát hành bằng việc phát hành ra các chứng khoán như cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư vừa đóng vai trò là tổ chức đầu tư, kinh doanh các loại chứng khoán. Quỹ đầu tư có nhiều loại, mỗi loại sẽ có phương thức phát hành chứng khoán khác nhau.

2.2.2. Các phương thức phát hành chứng khoán

Các phương thức phát hành được phân chia theo các tiêu thức khác nhau.

2.2.2.1. Phân loại theo đợt phát hành

Theo tiêu thức này, người ta phân chia phương thức phát hành thành phát hành chứng khoán lần đầu và phát hành các đợt tiếp theo.

- Phát hành chứng khoán lần đầu là việc tổ chức phát hành chứng khoán lần đầu tiên sau khi tổ chức phát hành đã đáp ứng các tiêu chuẩn theo quy định của UBCKNN.

- Phát hành các đợt tiếp theo là hoạt động phát hành nhằm mục đích tăng thêm vốn của tổ chức phát hành đó là việc tổ chức phát hành các đợt tiếp theo đã có chứng khoán phát hành và giao dịch trên thị trường thứ cấp.

2.2.2.2. Phân loại theo đối tượng mua bán chứng khoán

Theo đối tượng mua bán chứng khoán, phương thức phát hành được phân chia thành phát hành riêng lẻ (phát hành mang tính nội bộ) và phát hành ra công chúng (hay còn gọi là hình thức chào bán công khai).

2.2.2.2.1. Phát hành riêng lẻ

Phát hành riêng lẻ: là việc phát hành trong đó chứng khoán được bán trong phạm vi một số người nhất định (thông thường là cho các nhà đầu tư có tổ chức), với những điều kiện hạn chế và khối lượng phát hành phải đạt một mức nhất định.

Việc phát hành chứng khoán riêng lẻ thông thường chịu sự điều chỉnh của Luật công ty. Chứng khoán phát hành dưới hình thức này không phải là đối tượng được niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán sơ cấp.

Luật pháp các nước cũng có những quy định cụ thể đối với hình thức phát hành riêng lẻ. Ví dụ như ở Mỹ, trong trường hợp phát hành riêng lẻ thì không được quảng cáo bằng các phương tiện thông tin đại chúng cũng như hội thảo rộng rãi và nếu các nhà đầu tư tham gia mua không mang tính chuyên nghiệp thì số lượng không được vượt quá 35 người và phải cử ra một đại diện mua. Tại Thái Lan, tổng số tiền huy động qua phát hành riêng lẻ không được quá 20 triệu Bath và cho dưới 35 người.

Các doanh nghiệp thường lựa chọn phát hành riêng lẻ bởi một số nguyên nhân sau:

- Công ty không đủ tiêu chuẩn để phát hành ra công chúng;
- Số lượng vốn cần huy động nhỏ, mục đích chọn phát hành riêng lẻ để giảm chi phí.

- Công ty phát hành cổ phiếu nhằm mục đích duy trì các mối quan hệ trong kinh doanh. Ví dụ như phát hành cổ phiếu cho các nhà cung cấp hay tiêu thụ sản phẩm, phát hành cho các đối tác...

- Phát hành cho cán bộ công nhân viên chức của công ty.

2.2.2.2.2. Phát hành chứng khoán ra công chúng

Là hình thức phát hành trong đó chứng khoán được phát hành rộng rãi ra công chúng cho một số lượng lớn các nhà đầu tư nhất định, trong đó phải đảm bảo một tỷ lệ cho các nhà đầu tư nhỏ. Ngoài ra, tổng khối lượng phát hành chứng khoán cũng phải đạt một tỷ lệ theo quy định.

Việc phát hành chứng khoán ra công chúng phải được cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán cấp giấy phép hoặc chấp thuận. Sau khi phát hành trên thị trường sơ cấp, chứng khoán sẽ được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán khi đã đáp ứng được các quy định về niêm yết chứng khoán của SGDCK. Tổ chức phát hành chứng khoán ra công chúng phải thực hiện một chế độ báo cáo, công bố thông tin công khai và chịu sự quản lý, giám sát riêng theo quy định của pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

Việc phát hành ra công chúng được phân biệt thành hai hình thức: phát hành cổ phiếu ra công chúng và phát hành trái phiếu ra công chúng.

- Trường hợp phát hành cổ phiếu ra công chúng, việc phát hành được thực hiện theo một trong hai phương thức sau:

+ *Phát hành lần đầu ra công chúng (IPO)*: là việc phát hành trong đó cổ phiếu của công ty lần đầu tiên được bán rộng rãi cho công chúng đầu tư. Nếu cổ phần được bán lần đầu cho công chúng nhằm tăng vốn thì đó là IPO sơ cấp, còn khi cổ phần được bán lần đầu từ số cổ phần hiện hữu thì đó là IPO thứ cấp.

+ *Chào bán sơ cấp (phân phối sơ cấp)*: là đợt phát hành cổ phiếu bổ sung của công ty cho rộng rãi các công chúng đầu tư.

Trường hợp phát hành trái phiếu ra công chúng, việc phát hành được thực hiện bằng một phương thức duy nhất, đó là chào bán sơ cấp.

2.2.3. Phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng

2.2.3.1. Điều kiện phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng

Điều kiện quy định đối với các công ty phải đáp ứng trước khi được phép phát hành chứng khoán ra công chúng được chia làm hai nhóm chỉ tiêu: *nhóm các chỉ tiêu định lượng* và *nhóm các chỉ tiêu định tính*.

a) Các chỉ tiêu định lượng:

+ Công ty phải có quy mô vốn nhất định. Vốn quy định tùy theo mỗi nước, có thể là quy định vốn điều lệ tối thiểu ban đầu, vốn cổ phần (tỷ lệ nắm giữ của các cổ đông cũng như số lượng các cổ đông ngoài công ty)...

+ Tính liên tục trong hoạt động kinh doanh của công ty: Công ty phải hoạt động có hiệu quả trong một số năm liên tục trước khi xin phép phát hành ra công chúng.

+ Tổng giá trị của đợt phát hành phải đạt quy mô nhất định

+ Một tỷ lệ nhất định của đợt phát hành phải được bán cho một số lượng quy định công chúng đầu tư.

+ Các thành viên sáng lập của công ty phải cam kết nắm một tỷ lệ nhất định vốn cổ phần của công ty trong một khoảng thời gian quy định.

b) Các chỉ tiêu định tính:

+ Các nhà quản lý công ty bao gồm thành viên Ban giám đốc điều hành và Hội đồng quản trị phải có trình độ kinh, nghiệm quản lý công ty

+ Cơ cấu tổ chức của công ty phải hợp lý và phải vì lợi ích của các nhà đầu tư.

+ Các báo cáo tài chính, bản cáo bạch và các tài liệu cung cấp thông tin của cả phải có độ tin cậy cao nhất, được chấp thuận kiểm toán bởi các tổ chức kiểm toán có uy tín.

+ Công ty phải có phương án khả thi về việc sử dụng vốn thu được từ đợt phát hành.

+ Công ty phải được một hoặc một số các tổ chức bảo lãnh phát hành đứng ra cam kết bảo lãnh cho đợt phát hành.

Tại Việt Nam, theo Nghị định số 48/1998/NĐ-CP của Chính phủ ban hành ngày 11/07/1998 và Thông tư số 01/1998/TT-UBCK của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ban hành ngày 13/10/1998, các tiêu chuẩn cơ bản để một công ty phát hành cổ phiếu ra công chúng được quy định như sau:

- + Mức vốn điều lệ tối thiểu là 10 tỷ đồng Việt Nam;
- + Hoạt động có lãi trong hai năm liên tục gần nhất;
- + Thành viên Hội đồng quản trị và Giám đốc (Tổng giám đốc) có kinh nghiệm quản lý kinh doanh;
- + Có phương án khả thi về việc sử dụng vốn thu từ đợt phát hành cổ phiếu;
- + Tối thiểu 20% vốn cổ phần của TCPH phải được bán cho trên 100 nhà đầu tư ngoài TCPH, trường hợp vốn cổ phần của TCPH từ 100 tỷ đồng trở nên thì tỷ lệ tối thiểu này là 15% vốn cổ phần của TCPH.
- + Cổ đông sáng lập phải nắm giữ ít nhất 20% vốn cổ phần của TCPH và phải nắm giữ mức độ này tối thiểu ba năm kể từ ngày kết thúc việc phát hành.
- + Trường hợp cổ phiếu phát hành có tổng giá trị theo mệnh giá vượt 10 tỷ đồng thì phải có tổ chức bảo lãnh phát hành.

2.2.3.2. Thủ tục phát hành

Bước 1: Chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành

Trước khi chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành, tổ chức phát hành phải thông qua nội dung phát hành ra công chúng tại đại hội thành viên hoặc đại hội cổ đông. Sau đó, lựa chọn nhà bảo lãnh phát hành (nếu cần) và ký kết hợp đồng bảo lãnh. Tổ chức bảo lãnh phát hành sẽ cùng TCPH lập hồ sơ xin phép phát hành, hồ sơ bao gồm các tài liệu cơ bản sau:

- + Đơn xin phép phát hành chứng khoán;
- + Bản sao có công chứng các tài liệu liên quan đến việc thành lập, đăng ký kinh doanh của TCPH;

- + Điều lệ hoạt động của TCPH;
- + Nghị quyết của Đại hội cổ đông chấp thuận việc phát hành cổ phiếu
- + Bản cáo bạch;
- + Danh sách và sơ yếu lý lịch thành viên Hội đồng quản trị và Ban giám đốc;
- + Các báo cáo tài chính liên tục trong 2 năm liên tục gần nhất tính tới thời điểm nộp hồ sơ đã được kiểm toán;
- + Hợp đồng bảo lãnh phát hành được ký kết giữa tổ chức bảo lãnh chính và TCPH;
- + Các tài liệu giải trình về khả năng lợi nhuận, thanh toán cổ tức và chấp hành các nghĩa vụ đối với Nhà nước.

Sau khi hoàn thành việc chuẩn bị hồ sơ, tổ chức bảo lãnh chuyển hồ sơ xin phép phát hành cho công ty tư vấn luật để xem xét về mặt pháp lý liên quan tới đợt phát hành. Công ty tư vấn chịu trách nhiệm xem xét và đảm bảo hồ sơ đầy đủ và hợp lệ theo đúng quy định của UBCK. Cuối cùng, TCPH, TCBL và các công ty tư vấn sẽ nhóm họp để xác định rõ trách nhiệm của mỗi bên tham gia.

Bước 2: Nộp hồ sơ xin phép phát hành lên cơ quan quản lý phát hành

Sau khi chuẩn bị xong các tài liệu trong hồ sơ xin phép phát hành, tổ chức bảo lãnh hoàn chỉnh hồ sơ được gửi trực tiếp đến Ủy ban Chứng khoán. Ở Việt Nam, các TCBL chưa phát triển nên luật pháp quy định công ty phát hành là người nộp hồ sơ xin phép phát hành lên UBCKNN.

Trong thời gian xét duyệt hồ sơ xin phép phát hành, tổ chức bảo lãnh cùng với TCPH phải thực hiện tất cả việc sửa đổi, bổ sung theo yêu cầu của UBCK. Các sửa đổi hoặc bổ sung này phải được lập bằng văn bản và gửi đến UBCK. Trong thời gian này, tổ chức bảo lãnh không được phép mời chào, quảng cáo cũng như tiết lộ các thông tin về giá cả của cổ phiếu hoặc triển vọng của TCPH. Tuy nhiên, có thể sử dụng một cách trung thực và chính xác các thông tin trong bản cáo bạch đã gửi UBCK để thăm dò nhu cầu của các nhà đầu tư.

Bước 3: Công bố phát hành

Trong thời hạn nhất định sau khi nhận được giấy phép phát hành, TCPH phải công bố công khai việc phát hành trên các phương tiện thông tin theo quy định của pháp luật.

Ở Việt Nam, theo điều 13 Nghị định 48/1998 ND-CP của Chính phủ ban hành ngày 11/07/1998, việc công bố phát hành được quy định như sau: Trong vòng 5 ngày sau khi nhận được Giấy phép phát hành do UBCKNN cấp, TCPH có nghĩa vụ công bố việc phát hành trên 5 số báo liên tiếp của một tờ báo Trung ương và một tờ báo địa phương nơi TCPH đặt trụ sở chính. Tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh phát hành hoặc đại diện chỉ được sử dụng thông tin trong hồ sơ xin cấp giấy phép phát hành đã được UBCK Nhà nước chấp thuận để phát hành.

Bước 4: Chào bán và phân phối chứng khoán ra công chúng

Ngay sau khi nhận được Giấy phép phát hành, TCPH phải gửi cho UBCKNN các tài liệu phục vụ cho việc phân phối, bao gồm:

- + Bản cáo bạch tóm tắt;
- + Nội dung thông cáo phát hành;
- + Các tài liệu khác (nếu có).

Sau một thời gian quy định, nếu Ủy ban chứng khoán không có ý kiến gì khác, TCPH hay TCBL có thể tổ chức chào bán chứng khoán ra công chúng.

Ở Việt Nam, việc phân phối chứng khoán được quy định như sau:

- TCPH hoặc TCBL yêu cầu các nhà đầu tư điền vào phiếu đăng ký mua, trong đó ghi rõ tên, địa chỉ liên lạc, số lượng chứng khoán đăng ký, số tiền ký quỹ.
- Yêu cầu nhà đầu tư đặt cọc một khoản tiền, nhưng không quá 10% trị giá chứng khoán đăng ký mua. Việc ký quỹ có thể được thực hiện bằng tiền mặt hoặc séc chuyển khoản của ngân hàng

- Thời hạn đăng ký mua chứng khoán phải đảm bảo kéo dài tối thiểu 30 ngày. Hết thời hạn đăng ký mua, TCPH, tổ chức bảo lãnh phải thông báo cho người đầu tư biết số lượng chứng khoán được mua.

Để đảm bảo sự công bằng và minh bạch trong phân phối, tổ chức bảo lãnh cần nêu rõ phương thức ưu tiên phân phối, có thể dùng hoặc một số phương thức như:

- Ưu tiên về thời gian
- Ưu tiên về số lượng
- Các ưu tiên khác theo thỏa thuận (cần được ghi rõ trong phiếu đăng ký mua chứng khoán).

Nếu số lượng chứng khoán đặt mua của các nhà đầu tư cá nhân vượt quá 20% số lượng chứng khoán phát hành, tổ chức bảo lãnh phải dành ít nhất 20% số lượng chứng khoán phát hành ra công chúng để phân phối cho các nhà đầu tư cá nhân theo quy định của pháp luật hiện hành.

Tại Việt Nam, các TCPH, tổ chức bảo lãnh phải chuyển giao chứng khoán cho người mua trong thời hạn 30 ngày, kể từ ngày kết thúc đợt phát hành. Tiền thu được từ việc phân phối chứng khoán phải được chuyển giao vào tài khoản phong toả tại một ngân hàng được UBCKNN chấp thuận.

Trong thời hạn 10 ngày sau khi kết thúc đợt phát hành, TCPH phối hợp với tổ chức bảo lãnh lập báo cáo kết quả phân phối chứng khoán theo mẫu quy định tại Thông tư 01/1998/TT-UBCK và đệ trình lên UBCKNN.

2.2.3.3. Bảo lãnh phát hành chứng khoán

a) Khái niệm

Bảo lãnh phát hành là việc tổ chức bảo lãnh (TCBL) giúp tổ chức phát hành (TCPH) thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, tổ chức việc phân phối chứng khoán và giúp bình ổn giá chứng khoán trong giai đoạn đầu sau khi phát hành. Như vậy, bảo lãnh phát hành bao gồm cả việc tư vấn tài chính và phân phối chứng khoán.

Tổ chức bảo lãnh được hưởng phí bảo lãnh hoặc một tỷ lệ hoa hồng nhất định trên số tiền thu được.

b) Các phương thức bảo lãnh phát hành

Việc bảo lãnh phát hành thường thực hiện theo một trong các phương thức sau:

- Bảo lãnh với cam kết chắc chắn (*firm commitment underwriting*): là phương thức bảo lãnh trong đó TCBL cam kết sẽ mua toàn bộ số chứng khoán phát hành cho dù có phân phối được hết chứng khoán hay không. Thông thường, trong phương thức này một nhóm các TCBL hình thành một tổ hợp để mua chứng khoán của TCPH với giá chiết khấu và bán lại các chứng khoán theo giá chào bán ra công chúng (POP) và hưởng phần chênh lệch giá.

- Bảo lãnh với cố gắng cao nhất (*Best efforts underwriting*): là phương thức bảo lãnh mà theo đó TCBL thoả thuận làm đại lý cho TCPH. TCBL không cam kết bán toàn bộ số chứng khoán mà cam kết sẽ cố gắng hết sức để bán chứng khoán ra thị trường, nhưng nếu không phân phối hết sẽ trả lại cho TCPH phần còn lại và không phải chịu hình phạt nào.

- Bảo lãnh theo phương thức tất cả hoặc không (*All or Nothing*): trong phương thức này, TCPH yêu cầu TCBL bán một số lượng chứng khoán nhất định, nếu không phân phối được hết sẽ huỷ toàn bộ đợt phát hành. TCBL phải trả lại tiền cho các nhà đầu tư đã mua chứng khoán.

- Bảo lãnh theo phương thức tối thiểu - tối đa: là phương thức trung gian giữa phương thức bảo lãnh với cố gắng cao nhất và phương thức bảo lãnh bán tất cả hoặc không. Theo phương thức này, TCPH yêu cầu TCBL được tự do chào bán chứng khoán đến mức tối đa quy định (mức trần). Nếu lượng chứng khoán bán được đạt tỉ lệ thấp hơn mức sàn thì toàn bộ đợt phát hành sẽ bị huỷ bỏ.

- Bảo lãnh theo phương thức dự phòng (*Standby underwriting*): Đây là phương thức thường được áp dụng khi một công ty đại chúng phát hành bổ sung thêm cổ phiếu thường và chào bán cho các cổ đông cũ trước khi chào bán ra công chúng bên ngoài. Tuy nhiên, sẽ có một số cổ đông không muốn mua thêm cổ phiếu của công ty. Vì vậy, công ty cần có một TCBL dự phòng sẵn sàng mua những quyền mua không được thực hiện và chuyển thành những cổ phiếu để phân phối ra ngoài công chúng. Có thể nói, bảo lãnh theo

phương thức dự phòng là việc TCBL cam kết sẽ là người mua cuối cùng hoặc chào bán hộ sổ cổ phiếu của các quyền mua không được thực hiện.

2.2.4. Quản lý Nhà nước về phát hành chứng khoán

Phát hành chứng khoán ra công chúng là một hình thức phát hành phổ biến mà các tổ chức phát hành áp dụng vì có nhiều thuận lợi hơn so với hình thức phát hành riêng lẻ. Trong phương thức phát hành này, nội dung quản lý của Nhà nước bao gồm:

* *Quản lý cấp giấy phép phát hành:* Thông thường là do cơ quan quản lý và giám sát thị trường chứng khoán quản lý. Ở Việt Nam và phần lớn các nước khác, cơ quan đó là Ủy ban chứng khoán Nhà nước.

* *Quyết định đình chỉ, thu hồi giấy phép khi TCPH không tuân thủ các quy định trước, trong và sau khi phát hành chứng khoán ra công chúng.*

* *Quản lý và giám sát việc công bố thông tin của TCPH*

* *Ban hành các văn bản liên quan đến việc phát hành và chào bán chứng khoán ra công chúng.*

Hiện tại trên thế giới, có 2 trường phái quản lý trên thị trường chứng khoán sơ cấp được gọi là trường phái "*quản lý theo chất lượng*" và trường phái "*công bố thông tin đầy đủ*".

Theo trường phái quản lý theo chất lượng thì các cơ quan quản lý về chứng khoán đặt ra rất nhiều tiêu chuẩn để đảm bảo các công ty tham gia vào thị trường là các công ty có chất lượng và có sự ổn định hợp lý.

Theo trường phái công bố thông tin đầy đủ thì cơ quan quản lý về chứng khoán ít đưa ra các tiêu chuẩn cho các công ty tham gia vào thị trường mà chú trọng vào việc đảm bảo các thông tin liên quan tới mọi mặt hoạt động của các công ty nêu trên được công bố rộng rãi ra công chúng.

Tại các nước đã phát triển, các cơ quan quản lý về chứng khoán thường có xu hướng quản lý thị trường theo trường phái công bố thông tin đầy đủ. Còn tại các quốc gia đang phát triển, việc quản lý thị trường chứng khoán sơ cấp thường áp dụng trường phái quản lý theo chất lượng. Sự lựa chọn này phụ thuộc vào sự phát triển của TTCK mỗi nước.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Hãy phân tích các đặc điểm cơ bản của chứng khoán. Liên hệ với các hàng hoá đang giao dịch trên TTCK Việt Nam hiện nay.
2. Trình bày nội dung phân loại chứng khoán?
3. So sánh sự giống và khác nhau giữa cổ phiếu và trái phiếu; giữa hợp đồng kỳ hạn với hợp đồng tương lai.
4. Trình bày các chức năng kinh tế cơ bản của hợp đồng quyền chọn? Phân tích về khả năng hình thành và giao dịch loại hợp đồng này trên TTCK Việt Nam?
5. Đầu tư vào trái phiếu Chính phủ là cách đầu tư khôn ngoan, Hãy bình luận quan điểm trên.

6. Trình bày về các chủ thể phát hành chứng khoán. Liên hệ thực tiễn TTCK Việt Nam.

7. Các phương thức phát hành chứng khoán. Liên hệ thực tiễn Việt Nam?

8. Phân tích và bình luận về các điều kiện phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng ở Việt Nam hiện nay?

9. Trình bày các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán. Nếu Anh (Chị) là chủ một doanh nghiệp đang có ý định phát hành chứng khoán ra công chúng, Anh (Chị) sẽ lựa chọn phương thức bảo lãnh nào? Tại sao?

CHƯƠNG 3

SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

3.1. KHÁI NIỆM, CHỨC NĂNG CỦA SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

3.1.1. Khái niệm

Khái niệm SGDCCK từ xưa đến nay vẫn được hiểu là một địa điểm họp chợ có tổ chức, tại đó các chứng khoán niêm yết được các thành viên giao dịch theo những quy định nhất định về phương thức giao dịch, thời gian và địa điểm cụ thể. Trong đó, các thành viên giao dịch chính là các nhà môi giới hưởng hoa hồng hoặc kinh doanh chứng khoán cho chính mình tham gia giao dịch trên sàn hoặc thông qua hệ thống giao dịch đã được điện toán hoá.

Sở giao dịch chứng khoán (SGDCCK) là thị trường giao dịch chứng khoán được thực hiện tại một địa điểm tập trung gọi là sàn giao dịch (trading floor) hoặc thông qua hệ thống máy tính. Các chứng khoán được niêm yết giao dịch tại SGDCCK thông thường là chứng khoán của các công ty lớn, có danh tiếng và đã trải qua thử thách trên thị trường và đáp ứng được các tiêu chuẩn niêm yết (gồm các tiêu chuẩn định tính và định lượng) do SGDCCK đặt ra.

Lịch sử phát triển của thị trường chứng khoán gắn liền với sự ra đời và phát triển của SGDCCK, từ buổi sơ khai ban đầu hoạt động của SGDCCK với phương thức giao dịch thủ công (bảng đen, phấn trắng) diễn ra trên sàn giao dịch (on floor), sau này có sự trợ giúp của máy tính (bán thủ công) và ngày nay hầu hết các thị trường chứng khoán mới nổi, đã điện toán hoá hoàn toàn SGDCCK, không còn khái niệm sàn giao dịch (off floor).

3.1.2. Hình thức sở hữu

Sở giao dịch chứng khoán là một tổ chức có tư cách pháp nhân được thành lập theo quy định của pháp luật. Lịch sử phát triển SGDCK các nước đã và đang trải qua các hình thức sở hữu sau:

- **Hình thức sở hữu thành viên:** SGDCK do các thành viên là các công ty chứng khoán sở hữu, được tổ chức dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn, có Hội đồng quản trị do các công ty chứng khoán thành viên bầu ra theo từng nhiệm kỳ. Mô hình này có ưu điểm thành viên vừa là người tham gia giao dịch, vừa là người quản lý sở nên chi phí thấp và dễ ứng phó với tình hình thay đổi trên thị trường. SGDCK Hàn Quốc, NewYork, Tokyo, Thái Lan và nhiều nước khác được tổ chức theo hình thức sở hữu thành viên.

- **Hình thức công ty cổ phần:** SGDCK được tổ chức dưới hình thức một công ty cổ phần đặc biệt do các công ty chứng khoán thành viên, ngân hàng, công ty tài chính, bảo hiểm tham gia sở hữu với tư cách là cổ đông. Tổ chức, hoạt động của SGDCK theo Luật công ty và hoạt động hướng tới mục tiêu lợi nhuận. Mô hình này được áp dụng ở Đức, Anh và Hồng Kông.

- **Hình thức sở hữu Nhà nước:** Thực chất trong mô hình này, Chính phủ hoặc một cơ quan của Chính phủ đứng ra thành lập, quản lý và sở hữu một phần hay toàn bộ vốn của SGDCK. Hình thức sở hữu này có ưu điểm là không chạy theo mục tiêu lợi nhuận, nên bảo vệ được quyền lợi của nhà đầu tư. Ngoài ra, trong những trường hợp cần thiết, nhà nước có thể can thiệp kịp thời để giữ cho thị trường được hoạt động ổn định, lành mạnh. Tuy nhiên, mô hình này cũng có những hạn chế nhất định, đó là thiếu tính độc lập, cứng nhắc, chi phí lớn và kém hiệu quả.

Trong các hình thức trên, hình thức sở hữu thành viên là phổ biến nhất. Hình thức này cho phép SGDCK có quyền tự quản ở mức độ nhất định, nâng cao được tính hiệu quả và sự nhanh nhạy trong vấn đề quản lý so với hình thức sở hữu của Chính phủ. Tuy nhiên, trong những hoàn cảnh lịch sử nhất

định, việc Chính phủ nắm quyền sở hữu và quản lý SGDCK sẽ cho phép ngăn ngừa sự lộn xộn, không công bằng khi hình thức sở hữu thành viên chưa được bảo vệ bằng hệ thống pháp lý đầy đủ và rõ ràng. Ví dụ như ở Hàn Quốc, SGDCK được thành lập từ năm 1956 nhưng đến năm 1963 bị đổ vỡ phải đóng cửa 57 ngày do các thành viên sở hữu SGDCK gây lộn xộn trong thị trường, sau đó Nhà nước đã phải đứng ra nắm quyền sở hữu SGDCK trong thời gian khá dài từ năm 1963 đến năm 1988 trước khi chuyển sang mô hình sở hữu thành viên có một phần sở hữu của nhà nước.

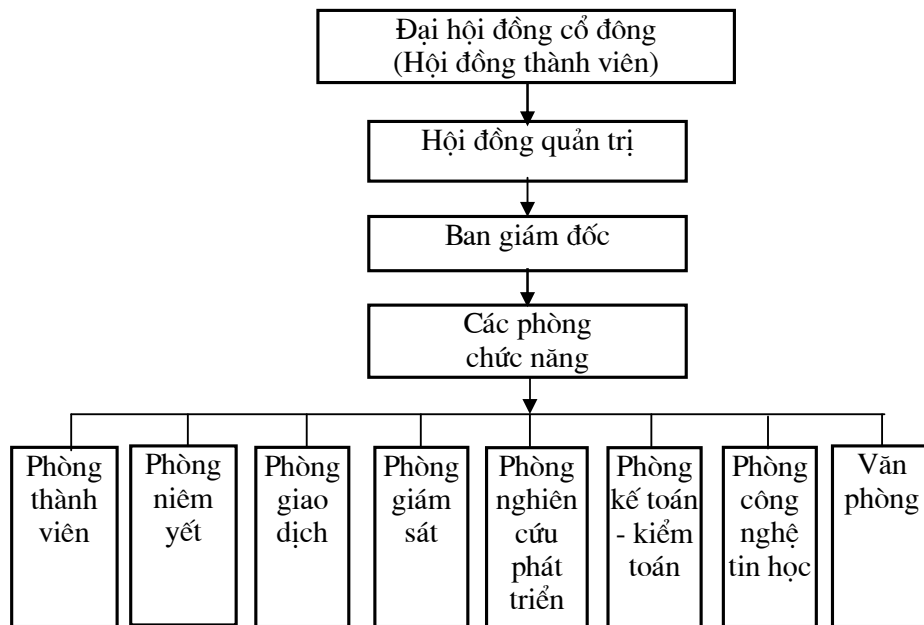
3.1.3. Chức năng của SGDCK

Việc thiết lập một thị trường giao dịch chứng khoán có tổ chức, vận hành liên tục với các chứng khoán được chọn lựa là một trong những chức năng quan trọng nhất của SGDCK. Mặc dù hoạt động của SGDCK không mang lại vốn trực tiếp cho tổ chức phát hành, nhưng thông qua SGDCK các chứng khoán phát hành được giao dịch liên tục, làm tăng tính thanh khoản và khả mại cho các chứng khoán. Các tổ chức phát hành có thể phát hành để tăng vốn qua thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư có thể dễ dàng mua hoặc bán chứng khoán niêm yết một cách dễ dàng và nhanh chóng.

Chức năng xác định giá cả công bằng là cực kỳ quan trọng trong việc tạo ra một thị trường liên tục. Giá cả không do SGDCK hay thành viên SGDCK áp đặt mà được SGDCK xác định dựa trên cơ sở so khớp các lệnh mua và bán chứng khoán. Giá cả chỉ được xác định bởi cung - cầu trên thị trường. Qua đó, SGDCK mới có thể tạo ra được một thị trường tự do, công khai và công bằng. Hơn nữa, SGDCK mới có thể đưa ra được các báo cáo một cách chính xác và liên tục về các chứng khoán, tình hình hoạt động của các tổ chức niêm yết, các công ty chứng khoán.

3.2. TỔ CHỨC VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA SGDCK

Mặc dù thị trường chứng khoán các quốc gia trên thế giới có thời điểm ra đời khác nhau, theo mô hình cổ điển (classical) hay mô hình mới nổi (emerging) và hình thức sở hữu khác nhau (cổ phần, thành viên, nhà nước), nhưng các SGDCK đều có cấu trúc tổ chức như sau:



3.2.1. Hội đồng quản trị

Hội đồng quản trị (HĐQT) là cơ quan quản lý cấp cao nhất, HĐQT có các thành viên đại diện là những người có liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến thị trường chứng khoán. Thành viên HĐQT gồm: đại diện của công ty chứng khoán thành viên; một số đại diện không phải là thành viên như tổ chức niêm yết; giới chuyên môn; nhà kinh doanh; chuyên gia luật và thành viên đại diện cho Chính phủ.

Các đại diện của công ty chứng khoán thành viên được xem là thành viên quan trọng nhất của HĐQT. Các công ty chứng khoán thành viên có nhiều kinh nghiệm và kiến thức trong việc điều hành thị trường chứng khoán.

Quyết định của HĐQT có ảnh hưởng trực tiếp tới hoạt động kinh doanh của các thành viên. Vì vậy, các đại diện của các thành viên nên được bày tỏ các ý kiến của mình tại HĐQT.

Bên cạnh thành viên HĐQT là các công ty chứng khoán, cũng cần phải có những người bên ngoài để tạo tính khách quan, giảm sự hoài nghi đối với

các quyết định của Hội đồng quản trị, khuyến khích quan hệ giữa SGDCK và các bên có liên quan như công ty niêm yết, các tổ chức dịch vụ chuyên môn...vv. Trên cơ sở đó, HĐQT sẽ đưa ra những quyết sách phù hợp cho chính các thành viên bên trong và thành viên bên ngoài cũng như tính thực tiễn của thị trường. Đối với các trường hợp SGDCK do Chính phủ thành lập phải có ít nhất một đại diện cho Chính phủ trong HĐQT để thi hành các chính sách của Chính phủ đối với hoạt động của SGDCK và duy trì các mối quan hệ hài hoà và liên kết giữa các cơ quan quản lý hoạt động của thị trường chứng khoán.

Số lượng thành viên HĐQT của từng SGDCK khác nhau. Tuy nhiên, các SGDCK đã phát triển thường có thành viên HĐQT nhiều hơn số thành viên của SGDCK tại các thị trường mới nổi. Lý do là HĐQT của các SGDCK đã phát triển thường có nhiều thành viên là đại diện của các công ty chứng khoán thành viên (số lượng công ty chứng khoán rất lớn) và cũng có số lượng thành viên tương ứng với mức đó đại diện cho công chúng và các tổ chức khác đầu tư khác. Ví dụ như Hội đồng quản trị của SGDCK Hàn Quốc (KSE) có 11 thành viên. Trong đó, có 01 Chủ tịch, 01 Phó chủ tịch, 04 Ủy viên là giám đốc điều hành, 03 Ủy viên đại diện cho công chúng, 02 ủy viên được cử ra từ các công ty thành viên. Đặc điểm của KSE là hơn một nửa số thành viên HĐQT là các giám đốc điều hành SGDCK. Hội đồng quản trị của SGDCK NewYork có 25 thành viên: trong đó có 01 chủ tịch, 12 thành viên đại diện cho công chúng và 12 thành viên đại diện cho các công ty chứng khoán thành viên SGDCK và các công ty có liên quan. Đại diện cho công chúng là các công ty niêm yết, các học giả và các đại diện khác của công chúng. Hội đồng quản trị của SGDCK Tokyo (TSE) có 27 thành viên, trong đó 6 thành viên đại diện cho công chúng, 6 thành viên là các Giám đốc điều hành, 1 Tổng giám đốc điều hành SGDCK và 14 thành viên đại diện cho các công ty chứng khoán thành viên của TSE.

Hội đồng quản trị của SGDCK Hồng Kông có 31 thành viên, gồm các đại diện là các cá nhân, giám đốc một số công ty chứng khoán thành viên, các thành viên môi giới độc lập tại SGD, Tổng giám đốc điều hành SGDCK và Tổng giám đốc điều hành Trung tâm thanh toán bù trừ - lưu ký chứng khoán Hồng Kông.

Bầu chọn thành viên HĐQT

Bên cạnh thành phần HĐQT, phương pháp bầu chọn hoặc bổ nhiệm cũng biểu thị vị trí của các thành viên. Ở nhiều nước, hàng năm, tại đại hội thành viên HĐQT được bầu trong số các công ty thành viên của SGDCK. Một số thành viên được Chính phủ, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán bổ nhiệm hoặc chỉ định.

Thông thường nhiệm kỳ của Chủ tịch và các uỷ viên là giám đốc điều hành có thời hạn 3 - 4 năm, còn các đại diện cho công chúng có thời hạn ít hơn. Lý do vì Chủ tịch và các Giám đốc điều hành là những người có chuyên môn cao và cần đến sự ổn định và liên tục trong công việc điều hành dài hơn, còn các thành viên khác cần có sự đổi mới. Các thành viên HĐQT có thể được tái bổ nhiệm, nhưng thường không quá 2 nhiệm kỳ liên tục.

Tại SGDCK Hàn Quốc (KSE) với sự chấp thuận của Bộ trưởng Kinh tế - Tài chính, Chủ tịch được bầu chọn tại Đại hội cổ đông trong số những người có kinh nghiệm, hiểu biết tốt về lĩnh vực chứng khoán. Giám đốc điều hành cấp cao và các giám đốc điều hành do Chủ tịch bổ nhiệm được sự chấp thuận của đại hội cổ đông. Các đại diện cho công chúng, được sự chấp thuận của Bộ trưởng Kinh tế - Tài chính, do Chủ tịch HĐQT bổ nhiệm trong số những người không tham gia trực tiếp vào công việc kinh doanh chứng khoán, có kinh nghiệm và khả năng đánh giá công bằng hoạt động thị trường. Các đại diện của thành viên được bầu chọn tại đại hội cổ đông trong số đại diện của các công ty thành viên của SGDCK. Nhiệm kỳ của các thành viên HĐQT là 3 năm.

Đối với SGDCK Hồng Kông, Hội đồng quản trị bao gồm: 18 người do các công ty chứng khoán thành viên bầu chọn; 02 đại diện cho công ty niêm yết được HĐQT bổ nhiệm với sự chấp thuận của Ủy ban chứng khoán và hợp đồng tương lai; 07 cá nhân (các nhân độc lập là người tham gia vào thị trường, hoặc chuyên gia tư vấn, học giả về chuyên ngành chứng khoán) được HĐQT bổ nhiệm; 02 thành viên khác do Chủ tịch HĐQT bổ nhiệm; 02 thành viên còn lại là Tổng giám đốc SGDCK và Tổng giám đốc Trung tâm thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán.

Quyền hạn của Hội đồng quản trị:

Hội đồng quản trị SGDCK ra các quyết nghị về các lĩnh vực chính sau:

- Đình chỉ và rút giấy phép thành viên
- Chấp thuận, đình chỉ và huỷ bỏ niêm yết chứng khoán
- Chấp thuận kế hoạch và ngân sách hàng năm của SGD
- Ban hành và sửa đổi các quy chế hoạt động của SGDCK
- Giám sát hoạt động của thành viên
- Xử phạt các hành vi, vi phạm quy chế của SGDCK.

Ngoài ra HĐQT có thể trao một số quyền cho Tổng giám đốc SGDCK trong điều hành.

3.2.1.2. Ban Giám đốc điều hành

Ban giám đốc điều hành chịu trách nhiệm về hoạt động của SGDCK, giám sát các hành vi giao dịch của các thành viên, dự thảo các quy định và quy chế của SGDCK. Ban giám đốc hoạt động một cách độc lập nhưng chịu sự chỉ đạo trực tiếp từ HĐQT.

Ban giám đốc điều hành, bao gồm người đứng đầu là Tổng giám đốc và các Phó Tổng giám đốc điều hành phụ trách các lĩnh vực khác nhau. Tại nhiều nước, chức danh Chủ tịch Hội đồng quản trị và Tổng giám đốc điều hành quy định không kiêm nhiệm và được hưởng lương của SGDCK (Như SGDCK Hàn Quốc, Tokyo, New York và Istanbul). Trong khi đó, một số SGDCK khác hai chức vụ nói trên do 2 người đảm trách (Hong Kong, Thái Lan, Thượng Hải).

3.2.1.3. Các phòng ban

Chức năng của SGDCK càng nhiều, cơ quan quản trị cần phải chia thành nhiều ban, các ban này có chức năng tư vấn, hỗ trợ cho HĐQT và Ban giám đốc điều hành trên cơ sở đưa ra các ý kiến đề xuất thuộc lĩnh vực của ban. Ngoài ra, ở một số SGDCK còn thành lập một số ban đặc biệt để giải quyết các vấn đề đặc biệt về quản lý, tư vấn hoặc xử phạt. Tất cả hoặc một số thành viên của Ban là thành viên HĐQT và nằm trong số các thành viên bên trong hoặc thành viên bên ngoài SGDCK.

- Các phòng chuyên môn:

- + Phòng giao dịch
- + Phòng niêm yết
- + Phòng điều hành thị trường

- Các phòng Phụ trợ:

- + Phòng kế hoạch và nghiên cứu
- + Phòng hệ thống điện toán
- + Phòng tổng hợp - đối ngoại

- Các phòng về kiểm soát và thư ký.

Chức năng của một số phòng, ban chính:

Phòng kế hoạch và nghiên cứu: hoạt động trên 3 lĩnh vực: lập kế hoạch; nghiên cứu; quan hệ đối ngoại.

Lĩnh vực lập kế hoạch: bao gồm các vấn đề liên quan đến việc thiết lập mục tiêu quản lý; kế hoạch dài hạn và kế hoạch kinh doanh kinh doanh hàng năm; phân tích việc thực hiện kế hoạch; cơ cấu tổ chức nội bộ và kế hoạch tổ chức dài hạn; thu, chi và phân bổ ngân sách tài chính; phát triển các dịch vụ sản phẩm mới; xem xét các quy định và quy chế..vv.

Lĩnh vực nghiên cứu bao gồm: nghiên cứu và phân tích xu hướng của nền kinh tế; các ngành kinh tế và các thị trường vốn trong nước và quốc tế; xuất bản các tài liệu báo cáo nghiên cứu định kỳ; nghiên cứu và thống kê hoạt động hệ thống thị trường vốn nội địa;

Lĩnh vực quan hệ quốc tế bao gồm: trao đổi thông tin với nước ngoài; thu thập các tin về các thị trường chứng khoán quốc tế qua các nguồn thông tin nhằm theo dõi xu hướng thị trường; hợp tác với các SGDCK, UBCK, các tổ chức quốc tế khác về TTCK; xuất bản các ấn phẩm bằng tiếng Anh.

Phòng giao dịch:

Phòng giao dịch có các chức năng chủ yếu sau:

- Phân tích và báo cáo về biến động của thị trường.
- Đảm bảo duy trì sàn giao dịch và các hệ thống khác tại sàn.

- Thay đổi thời gian giao dịch, biên độ giá, giá tham chiếu..vv.
- Quản lý giao dịch các chứng khoán (cảnh báo; kiểm soát; đình chỉ...).

Phòng niêm yết:

- Xây dựng hệ thống tiêu chuẩn niêm yết(lần đầu, bổ sung, tái niêm yết, tách gộp...)
- Kiểm tra, chấp thuận hoặc huỷ bỏ niêm yết chứng khoán.
- Nhận và phân tích các báo cáo tài chính của tổ chức niêm yết.
- Phân loại niêm yết theo nhóm ngành, xây dựng mã số chứng khoán niêm yết.
- Đề nghị chứng khoán đưa vào diện cảnh báo, kiểm soát, đình chỉ hoặc huỷ bỏ niêm yết.

Thu phí niêm yết lần đầu và phí quản lý niêm yết hàng năm.

Phòng thành viên:

- Chấp thuận thành viên, đình chỉ và bãi miễn tư cách cách thành viên;
- Phân loại các thành viên.
- Quản lý thu phí thành viên và các quỹ khác.
- Phân tích, đánh giá hoạt động thành viên

Phòng công nghệ tin học:

- Thực hiện các vấn đề liên quan đến nghiên cứu, lập kế hoạch và phát triển hệ thống điện toán.
- Các vấn đề liên quan đến quản lý và vận hành hệ thống điện toán.
- Các vấn đề liên quan đến việc quản lý thông tin thị trường qua hệ thống bảng điện tử, thiết bị đầu cuối, mạng Internet..vv.

Văn phòng:

- Các vấn đề liên quan đến các hợp đồng ký với bên ngoài.
- Tài liệu, lưu trữ, in ấn, huỷ, công văn, giấy tờ...
- Các vấn đề liên quan đến người lao động, lương và quyền lợi người lao động.
- Lập kế hoạch, đào tạo và bồi dưỡng cán bộ.

- Các vấn đề liên quan đến kế toán, quản lý vốn và thuế.
- Mua sắm, trang thiết bị, tài sản.
- Xây dựng công trình trụ sở, quản lý thuê và cho thuê khác.

3.3. THÀNH VIÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

SGDCK có các thành viên giao dịch chính là các nhà môi giới hưởng hoa hồng hoặc kinh doanh chứng khoán cho chính mình tham gia giao dịch trên sàn hoặc thông qua hệ thống giao dịch đã được điện toán hoá. Công ty chứng khoán là thành viên của SGDCK phải đáp ứng các yêu cầu trở thành thành viên của SGDCK và được hưởng các quyền, cũng như nghĩa vụ do SGDCK quy định. Chuẩn mực kinh doanh của các thành viên theo quy định do SGDCK đặt ra, nhằm đảm bảo quyền lợi cho khách hàng và duy trì một thị trường hoạt động công bằng, hiệu quả.

Thành viên SGDCK là các công ty chứng khoán được UBCK cấp giấy phép hoạt động và được SGDCK chấp nhận làm thành viên của SGDCK.

3.3.1. Phân loại thành viên

Thành viên của SGDCK, đặc biệt là ở các nước phát triển được chia làm nhiều loại thành viên khác nhau. Tuy nhiên, việc phân loại này phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố về lịch sử cũng phương thức hoạt động của SGDCK. Ban đầu, khi cấu trúc SGDCK theo kiểu một tổ chức công cộng, thì không cần thiết phải chia ra làm nhiều loại thành viên vì các thành viên không phải đóng góp vốn xây dựng SGDCK. Mô hình này phù hợp với hình thức sở hữu SGDCK 100% vốn nhà nước.

Tại một số SGDCK khác, thành viên được phân loại theo quyền của thành viên, đó là thành viên chính và thành viên đặc biệt. Trong đó thành viên chính là thành viên thường tham gia ngay từ khi mới thành lập SGDCK và được quyền biểu quyết và phân chia tài sản của SGDCK. Còn thành viên đặc biệt là thành viên mới gia nhập SGDCK sau này, nhằm làm giảm bớt gánh nặng về tài chính cho các thành viên cũ và tăng quy mô hoạt động của thị trường. Thành viên đặc biệt phải đóng phí gia nhập thành viên bằng tổng tài sản của SGDCK chia cho số thành viên hiện có, và được đóng một lần hoặc chia đều cho các năm (phí thường niên). Thành viên đặc biệt không được quyền bầu cử và quyền đòi hỏi đối với tài sản của SGDCK .

Đối với các thị trường phát triển, ví dụ như tại SGDCK NewYork, thành viên được phân chia làm nhiều loại dựa trên chức năng của mình, như thành viên là các nhà chuyên gia thị trường, nhà môi giới của công ty thành viên, nhà môi giới độc lập, nhà tạo lập thị trường và người giao dịch cạnh tranh.

Các chuyên gia (Specialist) tham gia vào hệ thống đấu lệnh với chức năng góp phần định giá chứng khoán trên SGDCK nhằm tạo ra tính liên tục, nâng cao tính thanh khoản của thị trường và giảm thiểu các tác động tạm thời đến cung- cầu chứng khoán.

Các nhà môi giới của công ty thành viên (hay nhà môi giới của hãng dịch vụ hưởng hoa hồng - Commission House Brokers) thực hiện các giao dịch cho khách hàng và hưởng các khoản hoa hồng mà khách hàng trả cho họ.

Nhà môi giới độc lập, hay còn gọi là nhà môi giới "hai Đôla" (Two Dollar Broker) thường nhận lại các lệnh giao dịch từ các nhà môi giới hưởng hoa hồng để thực hiện, đặc biệt ở các thị trường lớn khi khối lượng của các nhà môi giới hưởng hoa hồng chính thức quá nhiều do đó họ không thể thực hiện được các công việc của mình. Thông thường, trước đây khi thực hiện các lệnh giao dịch cho 1 lô chẵn (100 cổ phiếu) họ được nhận 2USD, vì vậy các nhà môi giới này được gọi là nhà môi giới "hai Đôla".

Đối với các nhà tạo lập thị trường cạnh tranh (registered competitive market maker) khi một chứng khoán giao dịch trên sàn trở nên khan hiếm hay rơi vào tình trạng khó giao dịch, SGDCK yêu cầu các nhà tạo lập thị trường tiến hành giao dịch các chứng khoán loại này từ tài khoản cá nhân hoặc chính công ty của họ với các chào bán, chào mua theo giá trên thị trường.

Các nhà giao dịch cạnh tranh (competitive trader) là người có thể giao dịch cho chính tài khoản của mình theo quy định chặt chẽ của SGDCK nhằm tạo tính thanh khoản cho thị trường.

Các nhà môi giới trái phiếu (Bond Brokers) là các nhà môi giới chuyên mua và bán các trái phiếu.

Tại SGDCK Nhật Bản, thành viên được phân loại thành viên thường và thành viên Saitori. Trong đó thành viên thường được giao dịch với tư cách là

môi giới đại lý và tự doanh, còn thành viên Saitori hoạt động với tư cách là người tạo thị trường thông qua hệ thống khớp lệnh.

Một cách phân loại thành viên khác là thành viên trong nước và thành viên nước ngoài. Đối với các thị trường phát triển, tham gia vào sở hữu và hoạt động của SGDCK không giới hạn chỉ là công ty chứng khoán trong nước, mà còn bao gồm các công ty chứng khoán nước ngoài đang hoạt động trên thị trường chứng khoán nước đó. Ngoài ra, một số thị trường mở rộng giới hạn thành viên SGDCK còn bao gồm các công ty đầu tư tín thác, chứ không chỉ giới hạn bởi các công ty chứng khoán.

3.3.2. Tiêu chuẩn thành viên

Các SGDCK đều đề ra quy định về tiêu chuẩn thành viên của mình dựa trên đặc điểm lịch phát triển, đặc thù của công ty chứng khoán, thực trạng nền kinh tế cũng như mức độ tự do hoá và phát triển của thị trường tài chính. Tuy nhiên, tiêu chuẩn mang tính xuyên suốt là thành viên SGDCK phải có một thực trạng tài chính lành mạnh, trang thiết bị tốt và đội ngũ cán bộ có chuyên môn cao, đủ khả năng thực hiện việc kinh doanh chứng khoán trên thị trường. Và thông thường các thị trường càng phát triển thì tiêu chuẩn làm thành viên càng chặt chẽ.

Đối với SGDCK của các thị trường chứng khoán mới nổi do Chính phủ đứng ra thành lập, thông thường số lượng công ty chứng khoán do UBCK cấp phép hoạt động được quản lý rất chặt chẽ, vì vậy, số lượng công ty chứng khoán được cấp phép hoạt động nghiêm nhiên là thành viên của SGDCK. Tuy nhiên, trong quá trình phát triển, số lượng công ty chứng khoán thành lập rất lớn, số chỗ ngồi hoặc khả năng kết nối vào hệ thống giao dịch tại SGDCK hạn chế, nên các SGDCK đều đề ra tiêu chuẩn làm thành viên, nhằm hạn chế các công ty nhỏ không đáp ứng được điều kiện về cơ sở vật chất, trang thiết bị và chuyên môn cho hoạt động.

Nhìn chung tiêu chuẩn làm thành viên của SGDCK được xem xét trên các khía cạnh sau:

- ***Yêu cầu về tài chính:*** đáp ứng vốn góp cổ đông, vốn điều lệ và tổng tài sản có thể được quy định như là các yêu cầu tài chính bắt buộc đối với

các thành viên SGDCK. Tiêu chí này sẽ đảm bảo cho thành viên có tình hình tài chính lành mạnh, có đủ cơ sở vật chất kỹ thuật để tiến hành hoạt động một cách bình thường. Ngoài ra, khi cấp phép thành lập công ty chứng khoán, UBCK thường căn cứ vào quy mô thị trường và các nghiệp vụ để quy định vốn tối thiểu cho các nghiệp vụ. Ví dụ, SGDCK Hàn Quốc quy định nghiệp vụ môi giới phải có vốn tối thiểu 10 tỷ Won, nếu hoạt động gồm môi giới, tự doanh và bảo lãnh phát hành là 50 tỷ Won; tại Nhật Bản công ty thành viên có vốn từ 100-300 triệu Yên, nếu tham gia bảo lãnh phát hành thì phải có 500 triệu Yên, và nếu muốn trở thành nhà bảo lãnh phát hành chính thì phải có vốn 10 tỷ Yên; Tại Hoa Kỳ, vốn tối thiểu cho nhà tạo lập thị trường phải là 1 triệu USD, 250.000 USD đối với hoạt động môi giới và tự doanh, và 100.000 USD cho các hoạt động tự doanh. Ở Việt Nam, theo điều 30 Nghị định 48/1998/NĐ-CP, mức vốn pháp định quy định đối với Công ty chứng khoán theo từng loại hình kinh doanh như sau: Môi giới (3 tỷ đồng); Tự doanh (12 tỷ); Bảo lãnh phát hành (22 tỷ); Tư vấn đầu tư chứng khoán (3 tỷ); Quản lý danh mục đầu tư (3 tỷ).

Ngoài ra, tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần và tỷ lệ thu nhập trên vốn cổ phần cũng như các chỉ báo kinh doanh của công ty phải bình thường. Các tỷ lệ này phải được thẩm tra để đảm bảo thực trạng tài chính tốt và khả năng sinh lời của công ty.

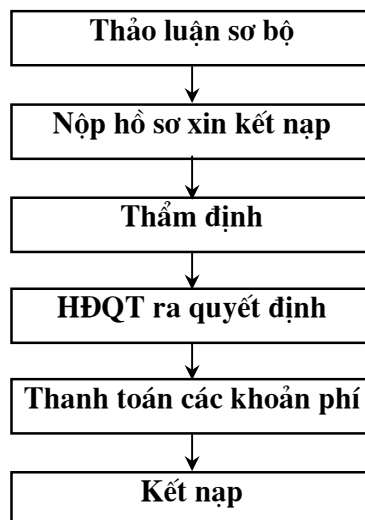
- **Quy định về nhân sự:** số lượng và chất lượng của ban điều hành, các nhà phân tích chứng khoán và các chuyên gia khác phải được quy định trong quy chế về nhân sự. Do chứng khoán là một công cụ tài chính phức tạp, đòi hỏi người quản lý phải có hiểu biết chuyên môn về hoạt động kinh doanh chứng khoán, phân tích được sự biến động của giá cả, vì vậy, các công ty chứng khoán phải có một đội ngũ cán bộ có đủ trình độ để đảm đương các trách nhiệm của mình. Sự kết hợp hài hoà giữa lợi ích của công ty và lợi ích công cộng (giao dịch công bằng, bảo vệ người đầu tư, huy động vốn cho công ty một cách có hiệu quả) phải được tuân thủ nhằm ổn định và phát triển thị trường chứng khoán. Người làm công tác quản lý phải là người vừa có trình độ hiểu biết trong kinh doanh chứng khoán vừa có tư cách đạo đức tốt. Các nhân viên tối thiểu phải có trình độ học vấn hay kinh nghiệm nhất định.

Ngoài ra, vấn đề đạo đức trong kinh doanh chứng khoán cũng được xem xét kỹ trong khi tuyển chọn nhân sự cho công ty thành viên, ví dụ như phải là người có năng lực pháp luật và năng lực hành vi dân sự đầy đủ, không có tiền án, tiền sự, không là chủ của các doanh nghiệp đã phá sản trước đó

- **Điều kiện về cơ sở vật chất kỹ thuật:** Công ty xin làm thành viên phải có trụ sở chính, các chi nhánh, văn phòng giao dịch cũng như cơ sở vật chất, trang thiết bị phải đáp ứng được yêu cầu của kinh doanh như các trạm đầu cuối để nhận lệnh, xác nhận lệnh, các bảng hiển thị điện tử.

3.3.3. Thủ tục kết nạp thành viên

Quy trình và thủ tục kết nạp thành viên bao gồm các bước sau:



Bước 1: Thảo luận sơ bộ

Thảo luận sơ bộ được thực hiện nhằm tránh các sai sót về thủ tục xin làm thành viên. SGDCK có thể cung cấp các thông tin cần thiết về các quy định tiêu chuẩn thành viên, phương pháp hoàn tất nội dung đơn và phí gia nhập. Công ty nộp đơn cũng phải thảo luận về ngày nộp hồ sơ cho SGDCK.

Bước 2: Nộp hồ sơ xin kết nạp

Công ty xin làm thành viên của SGDCK phải nộp đơn xin theo mẫu chung cho SGDCK cùng với các tài liệu bổ sung khác trong hồ sơ làm thành viên. Nội dung hồ sơ xin làm thành viên bao gồm:

(1) Đơn xin làm thành viên; (2) Tóm tắt về công ty chứng khoán (lịch sử công ty, mục tiêu kinh doanh, vốn cổ phần, số lượng chi nhánh, nhân viên, cơ cấu sở hữu, tình trạng công ty, khả năng kinh doanh, trang thiết bị phục vụ cho kinh doanh ..); (3) Các hoạt động giao dịch chứng khoán đã thực hiện trước khi xin làm thành viên; (4) Tình trạng tài chính và quản lý công ty trong năm qua và định hướng trong những năm tới.

Bước 3: Thẩm định

SGDCK chứng khoán thẩm định chất lượng của công ty nộp đơn dựa trên cơ sở quy định về thành viên. Quá trình thẩm định, SGDCK có thể yêu cầu công ty bổ sung thêm các tài liệu cần thiết khác hoặc tiến hành thẩm định tại chỗ.

Bước 4: HĐQT ra quyết định

HĐQT SGDCK sẽ quyết định chấp nhận hay không chấp nhận tư cách thành viên, trường hợp được chấp thuận phải có tối thiểu 2/3 số thành viên HĐQT đồng ý.

Bước 5: Thanh toán các khoản phí gia nhập và phí khác

Nếu việc chấp thuận kết nạp thành viên của công ty có hiệu lực, công ty thành viên phải có nghĩa vụ đóng góp các khoản phí gia nhập và các khoản phí khác cho SGDCK. Phí gia nhập do HĐQT quyết định, bao gồm: *Phí gia nhập cơ sở* dựa trên tổng tài sản của SGDCK chia cho số lượng các thành viên tham gia hiện tại; *Phí gia nhập đặc biệt* là mức phí trả cho đặc quyền

giao dịch được tính dựa trên hoa hồng thu được hàng năm nhân với một số năm thành lập hoặc tái cơ cấu sở hữu SGDCK cho đến thời điểm gia nhập; *Phí thành viên thường niên* là mức phí quy đổi theo từng năm giá trị của phí gia nhập cơ sở.

Trong trường hợp công ty nộp đơn bị yêu cầu phải mua lại chỗ hoặc cổ phiếu của SGDCK trước khi nộp đơn, công ty phải thực hiện việc mua lại chỗ và cổ phiếu này từ thành viên sắp chấm dứt kinh doanh.

Bước 6: Kết nạp thành viên

3.3.4. Quyền và nghĩa vụ của thành viên

3.3.4.1. Quyền của thành viên

Căn cứ vào loại hình thành viên thông thường hay thành viên đặc biệt, các SGDCK sẽ quy định quyền hạn cụ thể cho từng thành viên.

Thông thường, các thành viên đều có quyền tham gia giao dịch và sử dụng các phương tiện giao dịch trên SGDCK để thực hiện quá trình giao dịch. Tuy nhiên, chỉ thành viên chính thức mới được tham gia biểu quyết và nhận các tài sản từ SGDCK khi tổ chức này giải thể. Đối với các SGDCK do nhà nước thành lập và sở hữu thì các thành viên đều có quyền như nhau, và ý kiến đóng góp có giá trị tham khảo chứ không mang tính quyết định, vì các thành viên không đóng góp vốn để xây dựng SGDCK.

3.3.4.2. Nghĩa vụ của thành viên

Nghĩa vụ báo cáo: Hầu hết các SGDCK hoạt động như một tổ chức tự quản trong thị trường chứng khoán. SGDCK phải thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ của mình, bất kỳ một sự thay đổi nào về các thành viên đều phải thông báo cho SGDCK. Khi thực hiện các báo cáo định kỳ, SGDCK có thể ngăn chặn các tình trạng có vấn đề của các thành viên trước khi các thành viên đó có khủng hoảng và bảo vệ quyền lợi cho công chúng đầu tư. Các báo cáo định kỳ do các thành viên thực hiện sẽ làm tăng tính công khai của việc quản lý các thành viên.

Thanh toán các khoản phí: bao gồm phí thành viên gia nhập, phí thành viên hàng năm được tính toán khi tiến hành gia nhập và các khoản lệ phí giao dịch được tính dựa trên căn cứ doanh số giao dịch của từng thành viên.

Ngoài ra, các thành viên còn phải có nghĩa vụ đóng góp vào các quỹ hỗ trợ thanh toán nhằm đảm bảo cho quá trình giao dịch được nhanh chóng và các khoản bảo hiểm cho hoạt động môi giới chứng khoán.

3.4. NIÊM YẾT CHỨNG KHOÁN

3.4.1. Khái niệm:

Niêm yết chứng khoán là quá trình định danh các chứng khoán đáp ứng đủ tiêu chuẩn được giao dịch trên SGDCK. Cụ thể, đây là quá trình SGDCK chấp thuận cho công ty phát hành có chứng khoán được phép niêm yết và giao dịch trên SGDCK nếu công ty đó đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn về định lượng cũng như định tính mà SGDCK đề ra.

Niêm yết chứng khoán thường bao hàm việc yết tên tổ chức phát hành và giá chứng khoán.

Hoạt động niêm yết đòi hỏi phải đảm bảo sự tin cậy đối với thị trường cho các nhà đầu tư. Cụ thể, các công ty xin niêm yết phải có đáp ứng được các điều kiện để niêm yết. Điều kiện này được quy định cụ thể trong quy chế về niêm yết chứng khoán do SGDCK ban hành. Thông thường, có hai quy định chính về niêm yết là yêu cầu về công bố thông tin của công ty và tính khả mại của các chứng khoán. Các nhà đầu tư và công chúng phải nắm được đầy đủ các thông tin và có cơ hội nắm bắt thông tin do công ty phát hành công bố ngang nhau, đảm bảo sự công bằng trong tiếp nhận thông tin, kể cả các thông tin mang tính chất định kỳ hoặc thông tin thức thời có tác động đến giá cả, khối lượng chứng khoán giao dịch.

3.4.2. Mục tiêu của việc niêm yết

- Thiết lập quan hệ hợp đồng giữa SGDCK với tổ chức phát hành có chứng khoán niêm yết, từ đó quy định trách nhiệm và nghĩa vụ của tổ chức phát hành trong việc công bố thông tin, đảm bảo tính trung thực, công khai và công bằng.

- Nhằm mục đích hỗ trợ thị trường hoạt động ổn định, xây dựng lòng tin của công chúng đối với thị trường chứng khoán bằng cách lựa chọn các chứng khoán có chất lượng cao để giao dịch.

- Cung cấp cho các nhà đầu tư những thông tin về các tổ chức phát hành.

- Giúp cho việc xác định giá chứng khoán được công bằng trên thị trường đấu giá vì thông qua việc niêm yết công khai, giá chứng khoán được hình thành dựa trên sự tiếp xúc hiệu quả giữa cung và cầu chứng khoán.

3.4.3. Vai trò của việc niêm yết chứng khoán đối với tổ chức phát hành

*** Thuận lợi:**

- **Công ty dễ dàng trong huy động vốn:** Niêm yết nhằm mục đích huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán. Công ty được niêm yết có thể thu hút vốn dài hạn thông qua phát hành chứng khoán với chi phí thấp. Thông thường, công ty niêm yết được công chúng tín nhiệm hơn công ty không được niêm yết, bởi vậy, khi trở thành một công ty được niêm yết thì họ có thể dễ dàng trong việc huy động vốn và với chi phí huy động thấp hơn.

- **Tác động đến công chúng:** Niêm yết góp phần "tô đẹp" thêm hình ảnh của công ty trong các nhà đầu tư, các chủ nợ, người cung ứng, các khách hàng và những người làm công, nhờ vậy công ty được niêm yết có "sức hút" đầu tư hơn đối với các nhà đầu tư.

- **Nâng cao tính thanh khoản cho các chứng khoán:** Khi các chứng khoán được niêm yết, chúng có thể được nâng cao tính thanh khoản, mở rộng phạm vi chấp nhận làm vật thế chấp và dễ dàng được sử dụng phục vụ cho các mục đích về tài chính, thừa kế và các mục đích khác. Hơn nữa, các chứng khoán được niêm yết có thể được mua với một số lượng rất nhỏ, do đó các nhà đầu tư có vốn nhỏ vẫn có thể dễ dàng trở thành cổ đông của công ty.

- Ưu đãi về thuế:

+ Thông thường ở các thị trường chứng khoán mới nổi công ty tham gia niêm yết được hưởng chính những chính sách ưu đãi về thuế trong hoạt động kinh doanh như: miễn, giảm thuế thu nhập doanh nghiệp trong một số năm nhất định.

+ Đối với nhà đầu tư mua chứng khoán niêm yết sẽ được hưởng các chính sách ưu đãi về thuế thu nhập (miễn, giảm) đối với cổ tức, lãi hoặc chênh lệch mua bán chứng khoán (lãi vốn) từ các khoản đầu tư vào thị trường chứng khoán.

*** Hạn chế:**

- **Nghĩa vụ báo cáo như là một công ty đại chúng:** Công ty niêm yết phải có nghĩa vụ công bố thông tin một cách đầy đủ, chính xác và kịp thời liên quan đến các mặt hoạt động của công ty cũng như các biến động có ảnh hưởng đến giá cả chứng khoán niêm yết. Nghĩa vụ công bố thông tin đại chúng trong một số trường hợp làm ảnh hưởng đến bí quyết, bí mật kinh doanh và gây phiền hà cho công ty.

- **Những cản trở trong việc thu tóm và sáp nhập:** Niêm yết bộc lộ nguồn vốn và phân chia quyền biểu quyết của công ty cho những người mua là những người có thể gây bất tiện cho những cổ đông chủ chốt và công việc quản lý điều hành hiện tại của công ty. Công ty có thể gặp nhiều cản trở trong việc thực hiện mục tiêu thu tóm hay sáp nhập của mình.

3.4.4 Phân loại niêm yết chứng khoán

3.4.4.1. Niêm yết lần đầu (Initial Listing).

Niêm yết lần đầu là việc cho phép chứng khoán của tổ chức phát hành được đăng ký niêm yết giao dịch chứng khoán lần đầu tiên sau khi phát hành ra công chúng (IPO) khi tổ chức phát hành đó đáp ứng được các tiêu chuẩn về niêm yết.

3.4.4.2. Niêm yết bổ sung (Additional Listing)

Niêm yết bổ sung là quá trình chấp thuận của SGDCK cho một công ty niêm yết được niêm yết các cổ phiếu mới phát hành với mục đích tăng vốn hay vì các mục đích khác như sáp nhập, chi trả cổ tức, thực hiện các trái quyền hoặc thực hiện các trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu...vv.

3.4.4.3. Thay đổi niêm yết (Change Listing)

Thay đổi niêm yết phát sinh khi công ty niêm yết thay đổi tên chứng khoán giao dịch, khối lượng, mệnh giá hoặc tổng giá trị chứng khoán được niêm yết của mình.

3.4.4.4. Niêm yết lại (Relisting).

Là việc cho phép một công ty phát hành được tiếp tục niêm yết trở lại các chứng khoán trước đây đã bị huỷ bỏ niêm yết vì các lý do không đáp ứng được các tiêu chuẩn duy trì niêm yết.

3.4.4.5. Niêm yết cửa sau (Back door Listing).

Là trường hợp một tổ chức niêm yết chính thức sáp nhập, liên kết hoặc tham gia vào hiệp hội với một tổ chức, nhóm không niêm yết và kết quả là các tổ chức không niêm yết đó lấy được quyền kiểm soát tổ chức niêm yết.

3.4.4.6. Niêm yết toàn phần và niêm yết từng phần (Dual Listing & Partial listing)

Niêm yết toàn phần là việc niêm yết tất cả các cổ phiếu sau khi đã phát hành ra công chúng trên một SGDCK trong nước hoặc nước ngoài.

Niêm yết từng phần là việc niêm yết một phần trong tổng số chứng khoán đã phát hành ra công chúng của lần phát hành đó, phần còn lại không hoặc chưa được niêm yết. Niêm yết từng phần thường diễn ra ở các công ty lớn do Chính phủ kiểm soát, phần chứng khoán phát hành ra thị trường do các nhà đầu tư cá nhân nắm giữ được niêm yết, còn phần nắm giữ của Chính phủ hoặc tổ chức đại diện cho Chính phủ nắm giữ không được niêm yết.

3.4.5. Tiêu chuẩn niêm yết

Tiêu chuẩn niêm yết thông thường do SGDCK của mỗi quốc gia quy định, dựa trên cơ sở thực trạng của nền kinh tế. Tiêu chuẩn này bao gồm các điều kiện về tài chính của công ty, chính sách khuyến khích hay hạn chế niêm yết.. Nội dung và sự thắt chặt của các quy định niêm yết của mỗi nước hay mỗi SGDCK được quy định khác nhau. Thông thường, ở các quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển, các tiêu chuẩn niêm yết chặt chẽ hơn các thị trường mới nổi. Tiêu chuẩn về niêm yết được quy định dưới hai hình thức: tiêu chuẩn định lượng và tiêu chuẩn định tính.

3.4.5.1. Tiêu chuẩn định lượng

- *Thời gian hoạt động từ khi thành lập công ty*: công ty niêm yết phải có một nền tảng kinh doanh hiệu quả và thời gian hoạt động liên tục trong một số năm nhất định tính đến thời điểm xin niêm yết. Thông thường, đối với các thị trường chứng khoán truyền thống công ty niêm yết phải có thời gian hoạt động tối thiểu 3-5 năm, hoặc cổ phiếu đã từng được giao dịch trên thị trường phi tập trung.

- *Quy mô và cơ cấu sở hữu cổ phần công ty*: quy mô của một công ty niêm yết phải đủ lớn để tạo nên tính thanh khoản tối thiểu cho chứng khoán của công ty.

Ví dụ: công ty niêm yết tại TTGDCK Việt Nam phải có vốn cổ phần tối thiểu 10 tỷ đồng. Có cơ cấu vốn của các cổ đông bên ngoài công ty tối thiểu là 20% vốn cổ phần, cổ đông sáng lập phải nắm giữ tối thiểu 20% vốn cổ phần và phải nắm giữ trong vòng 3 năm không được phép bán ra kể từ ngày phát hành.

- *Lợi suất thu được từ vốn cổ phần*. Mức sinh lời trên vốn đầu tư (cổ tức) phải cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng kỳ hạn 1 năm. Hoặc số năm hoạt động kinh doanh có lãi tính đến thời điểm xin niêm yết là 2-3 năm.

- *Tỷ lệ nợ*: có thể là tỷ lệ nợ trên tài sản ròng của công ty, hoặc tỷ lệ vốn khả dụng điều chỉnh trên tổng tài sản nợ của công ty ở mức cho phép, nhằm bảo đảm duy trì tình hình tài chính lành mạnh của doanh nghiệp.

- *Sự phân bố cổ đông*: là xét đến số lượng và tỷ lệ cổ phiếu do các cổ đông thiểu số nắm giữ (thông thường 1%) và các cổ đông lớn (5%); tỷ lệ cổ phiếu do cổ đông sáng lập và cổ đông ngoài công chúng nắm giữ mức tối thiểu.

3.4.5.2. Tiêu chuẩn định tính

- Triển vọng của công ty;
- Phương án khả thi về sử dụng vốn của đợt phát hành;
- Ý kiến kiểm toán về các báo cáo tài chính.
- Cơ cấu tổ chức hoạt động của công ty (HĐQT và BGĐ điều hành).

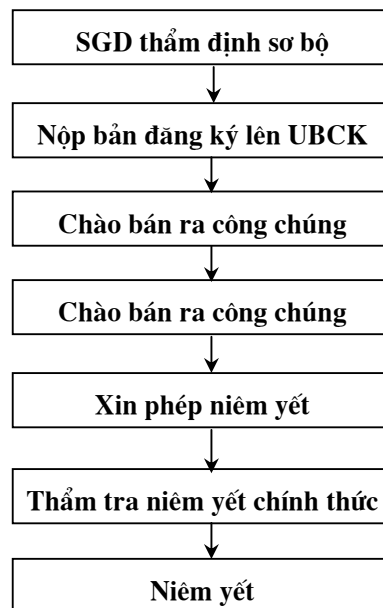
- Mẫu chứng chỉ chứng khoán.
- Lợi ích mang lại đối với ngành, nghề trong nền kinh tế quốc dân.
- Tổ chức công bố thông tin.

Quy định niêm yết trong những trường hợp đặc biệt:

Nhằm bảo vệ các nhà đầu tư, các quy định về niêm yết cũng được quy định cụ thể ở một số ngành, nghề, lĩnh vực nhất định về vốn kinh doanh, thời gian hoạt động, lãi ròng hàng năm và số lượng cổ đông tối thiểu. Ví dụ: các ngành kiến trúc xây dựng và công nghệ cao là lĩnh vực đầu tư có nhiều rủi ro nên tiêu chuẩn niêm yết thường đưa ra cao hơn. Còn các lĩnh vực ngân hàng, tài chính, bảo hiểm, công ty chứng khoán, do đặc thù về bản chất của hoạt động tài chính, nên tiêu chuẩn nợ trên vốn thường không xét đến, mà chỉ xét đến yếu tố lợi nhuận trên vốn cổ phần.

3.4. 6. Thủ tục niêm yết

Quy trình các bước đối với niêm yết lần đầu:



Bước 1. Sở giao dịch thẩm định sơ bộ

Thẩm định sơ bộ là việc vạch ra phương hướng cung cấp cho những người mua cổ phiếu chào bán ra công chúng biết trước được tính khả mại của chứng khoán nhằm rút bớt thời gian thẩm định chính thức. Cho dù việc thẩm định này không được thực hiện một cách chính thức nhưng nó có tác dụng quan trọng trong việc đưa ra quyết định cuối cùng trong việc chấp thuận hay từ chối việc niêm yết. Hầu hết các công ty không đạt tiêu chuẩn bị loại ra ngay khi thẩm định sơ bộ trước khi nộp đơn xin niêm yết chính thức.

Khi thẩm định sơ bộ, SGDCK chú trọng đến các vấn đề (1) công ty niêm yết phải có một nền tảng hoạt động có lãi và trong tương lai phải có khả năng sinh lời tốt ; (2) công ty xin niêm yết phải có ban lãnh đạo có cơ cấu của một công ty đại chúng; (3) tổ chức công bố thông tin thường xuyên; (4) các cổ phiếu phải đạt được mức độ thanh khoản nhất định theo thứ bậc do SGD quy định; (5) công ty niêm yết không được vi phạm đến quyền lợi của công chúng đầu tư đại diện cho quyền lợi của các bên tham gia như các cổ đông kiểm soát hay công ty mẹ.

Tiến trình thẩm định sơ bộ hồ sơ gồm các bước sau:

- (1) SGDCK kiểm tra các tài liệu do công ty xin niêm yết nộp
- (2) SGDCK đặt các câu hỏi cho công ty xin niêm yết về các tài liệu đã nộp
- (3) Công ty xin niêm yết trả lời câu hỏi của SGDCK về các thủ tục từ bước 1 đến bước 3 và lập đi lập lại cho đến khi các chi tiết được làm sáng tỏ hoàn toàn;
- (4) SGDCK tìm hiểu thêm về công ty niêm yết và có thể đến công ty niêm yết để kiểm tra các tài liệu và thu thập thêm các thông tin cần thiết cho việc thẩm định niêm yết chính thức;
- (5) Nhân viên SGDCK thảo luận về kết quả của việc thẩm tra trong đó có các kết quả khi thực hiện tìm hiểu công ty;
- (6) SGDCK đưa ra quyết định cuối cùng và thông báo quyết định này cho công ty niêm yết.

Bước 2: Đề trình bản đăng ký lên UBCK

Việc chào bán cổ phiếu ra công chúng quyết định tới sự phân bổ cổ đông trong công ty, do đó công ty muốn niêm yết các cổ phiếu của họ trên SGDCK phải đệ trình bản đăng ký lên UBCK xin chấp thuận cho phép chào bán ra công chúng. Bản thông cáo phát hành sơ bộ là văn bản đính kèm theo bản thông cáo đăng ký này.

Bước 3: Chào bán ra công chúng

Chào bán ra công chúng có thể được thực hiện sau khi bản thông cáo đăng ký đã được UBCK chấp thuận. Bất kỳ công ty nào muốn xin phép niêm yết phải nêu rõ mục đích niêm yết các cổ phiếu của họ trên SGDCK trong bản thông cáo phát hành. Thông thường, quá trình chào bán nói trên do nhóm bảo lãnh phát hành là các ngân hàng đầu tư hay các công ty chứng khoán thực hiện.

Bước 4: Xin phép niêm yết

Công ty phát hành muốn niêm yết và giao dịch chứng khoán của mình trên SGDCK phải gửi **hồ sơ niêm yết chính thức** lên SGDCK, và ký **hợp đồng niêm yết** với SGDCK.

- *Các tài liệu trong hồ sơ niêm yết bao gồm:* Ngoài hồ sơ thẩm định sơ bộ trước đây, công ty niêm yết cần có các tài liệu sau:

1. Đơn xin niêm yết (theo mẫu), trong đó nêu rõ lý do xin niêm yết
2. Hồ sơ đăng ký và báo cáo phân tích chứng khoán
3. Bản sao hợp đồng dịch vụ giữa công ty và đại lý chuyển nhượng.
4. Bản sao hợp đồng với nhà bảo lãnh phát hành chính
5. Mẫu chứng chỉ chứng khoán
6. Đăng ký công ty
7. Báo cáo của đợt chào bán ra công chúng
8. Bản trình bày của đại lý chuyển nhượng về cơ cấu sở hữu
9. Danh sách cổ đông.

- *Hợp đồng niêm yết là hợp đồng giữa SGDCK và công ty xin niêm yết trong đó quy định các nghĩa vụ của công ty niêm yết. Mẫu hợp đồng ở thị trường khác nhau đều có sự khác nhau. Tuy nhiên, tựu trung lại đều có các nội dung sau: (1) đảm bảo việc công bố thông tin theo định kỳ; (2) đảm bảo việc công bố các bản báo cáo tài chính theo tiêu chuẩn nguyên tắc kế toán chung (GAAP) một cách thường xuyên và theo định kỳ; (3) cung cấp cho SGDCK thông tin theo định kỳ nhằm giúp họ thực hiện tốt chức năng duy trì một thị trường có trật tự cho các chứng khoán của công ty; (4) cam kết thực hiện kinh doanh lành mạnh.*

Bước 5: Thẩm tra niêm yết chính thức

Như đã nói ở trên, việc thẩm định khi SGDCK chấp nhận sơ bộ là rất quan trọng, do đó việc thẩm tra niêm yết chính thức sẽ không kéo dài. Để việc thẩm định có hiệu quả, các SGDCK thường có một tiểu ban chuyên trách thẩm định và đưa ra các quyết định chấp thuận cuối cùng.

Bước 6: Niêm yết

Khi SGDCK hoàn tất các thủ tục niêm yết, SGDCK sẽ quy định cụ thể ngày niêm yết. Sau đó SGDCK sẽ mời Chủ tịch hội đồng quản trị và Tổng giám đốc điều hành công ty niêm yết để định ra ngày giao dịch đầu tiên đối với chứng khoán đã niêm yết. Đây là động tác giúp giúp lãnh đạo công ty hiện diện ra công chúng và nhận trách nhiệm của công ty đã được niêm yết.

3.4.7. Quản lý niêm yết

Việc quản lý các chứng khoán niêm yết là công việc của hệ thống quản lý tại SGDCK với mục đích duy trì một thị trường hoạt động công bằng và trật tự. Giống như một tổ chức tự quản, SGDCK phải đề ra các nghĩa vụ cho các công ty niêm yết và các biện pháp trừng phạt đối với công ty niêm yết không thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ của mình.

3.4.7.1. Quy định báo cáo dành cho việc quản lý các cổ phiếu niêm yết

Công ty niêm yết có nghĩa vụ công bố thông tin định kỳ (năm, bán niên, quý); thông tin tức thời và thông tin theo yêu cầu của SGDCK trên các phương tiện thông tin đại chúng, trên SGDCK các thiết bị đầu cuối và tại trụ sở của tổ chức niêm yết.

Công ty niêm yết phải nộp báo cáo cho SGDCK theo đúng thời hạn, nội dung bản báo cáo nộp cho SGDCK phải bao gồm một số hoạt động hay sự kiện nhất định trong việc quản lý và điều hành kinh doanh. Báo cáo phải thoả mãn các yêu cầu quy định của SGDCK trong việc thực hiện chức năng tự quản. Chức năng đó bao gồm việc đảm bảo cung cấp các chứng khoán của công ty để cho thị trường hoạt động một cách công bằng và hiệu quả.

Công ty niêm yết phải đệ trình cho SGDCK bản báo cáo về các vấn đề: (1) các vấn đề gây tác động nghiêm trọng đến giá cả chứng khoán; (2) các vấn đề gây tác động gián tiếp đến giá cả chứng khoán; (3) các vấn đề gây tác động không đáng kể đến giá cả chứng khoán nhưng lại ảnh hưởng rất nghiêm trọng đến việc quyết định đầu tư.

Hai nhóm đầu liên quan đến quy định về nghĩa vụ công bố thông tin, nhóm thứ ba liên quan đến quy định về nghĩa vụ báo cáo trong quy định về niêm yết. Các vấn đề phải báo cáo lên SGDCK có liên quan đến việc quản lý các cổ phiếu niêm yết bao gồm: (a) cuộc họp đại hội đồng cổ đông gồm: ngày họp, ngày đóng sổ chuyển nhượng, các kết quả họp của Hội đồng quản trị; (b) thay đổi về cơ cấu sở hữu cổ phần của các cổ đông chính; (c) thay đổi chủ tịch điều hành, văn phòng chính hoặc tên công ty; (d) thay đổi hợp đồng với cơ quan chuyển nhượng hoặc công ty kiểm toán; (e) SGDCK sẽ sắp xếp kế hoạch cần thiết cho việc tăng vốn, như ngày đóng sổ cổ đông, ngày ghi chép dữ liệu và giá phát hành của các cổ phiếu mới.

3.4.7.2 Tiêu chuẩn chuyển, chứng khoán bị kiểm soát, huỷ bỏ niêm yết

Tiêu chuẩn chuyển:

Một công ty niêm yết sẽ bị chuyển từ thị trường niêm yết có tiêu chuẩn cao sang thị trường giao dịch có tiêu chuẩn thấp (đối với mô hình thị trường tổ chức thành 2 khu vực: tiêu chuẩn niêm yết cao và tiêu chuẩn niêm yết thấp) hoặc khu vực giao dịch Bảng II (Second Board) nếu công ty không đáp ứng được đầy đủ các điều kiện niêm yết, như:

- Việc chi trả cổ tức thấp hơn tiêu chuẩn quy định.
- Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần cao hơn mức tiêu chuẩn quy định.

- Phân bổ cổ đông không hợp lý, khi tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của các cổ đông sáng lập, hoặc cổ đông ngoài công chúng thấp hơn mức quy định.
- Khi công ty niêm yết không nộp đầy đủ các báo cáo theo hạn định.
- Khi ý kiến của kiểm toán viên đối với các báo cáo tài chính là "phản đối" hoặc "từ chối cho ý kiến".
- Khi giá trị thực (tài sản thuần) của công ty là con số âm.
- Khi SGDCK nhận ra rằng công ty niêm yết đã bị đình chỉ các hoạt động kinh doanh theo giấy phép chính.

Khi một công ty niêm yết bị chuyển sang thị trường giao dịch cổ phiếu hoặc sang khu vực bảng II, các giao dịch cổ phiếu của công ty cần phải ngừng lại trong một thời gian nhất định để thông báo cho các nhà đầu tư. Tuy nhiên, thời gian ngừng giao dịch càng ngắn càng tốt cho việc tạo ra tính thanh khoản cho các cổ phiếu.

Chứng khoán bị kiểm soát

Khi các chứng khoán không duy trì được các tiêu chuẩn niêm yết song chưa đến mức độ phải huỷ bỏ niêm yết, thì sẽ được đưa vào nhóm chứng khoán bị kiểm soát. Chứng khoán thuộc diện bị kiểm soát được tách riêng và quản lý chặt chẽ theo các quy định riêng của SGDCK về: biên độ giao động giá, giao dịch ký quỹ, tỷ lệ nắm giữ...vv.

SGDCK phải đưa ra lời cảnh báo (chứng khoán thuộc diện bị cảnh báo) trước cho công ty niêm yết là chứng khoán của họ có thể bị trục xuất khỏi thị trường giao dịch, trừ khi các nguyên nhân chứng khoán bị liệt vào dạng chứng khoán kiểm soát này được khắc phục trước thời hạn trục xuất. Trong thời gian đó, SGDCK thông báo các vấn đề liên quan đến thời hạn trục xuất và lý do quyết định coi chứng khoán này là chứng khoán thuộc diện bị kiểm soát.

Huỷ bỏ niêm yết

Tiêu chuẩn huỷ bỏ niêm yết thường được áp dụng cho các công ty phát hành là công ty không thể tiếp tục đáp ứng nổi các quy định về niêm yết. Do

đó, tiêu chuẩn huỷ bỏ niêm yết chỉ rõ các trường hợp chứng khoán của các đợt phát hành giao dịch trên thị trường niêm yết bị huỷ bỏ niêm yết.

3.4.7.3. Niêm yết cổ phiếu của các công ty sáp nhập

Công ty sáp nhập xuất hiện khi một công ty hợp nhất với một công ty khác nhằm củng cố hoạt động kinh doanh và tăng năng lực cạnh tranh. Thông thường, việc sáp nhập sẽ cải thiện được tình hình tài chính, tăng lợi nhuận và tiềm lực của công ty. Đặc biệt, do sáp nhập của công ty niêm yết có thể gây ảnh hưởng tới lợi ích cho các nhà đầu tư nên công ty sáp nhập phải có những giải pháp nhằm đảm bảo sự cân đối về quyền lợi cho các bên liên quan.

Trong trường hợp một công ty niêm yết và một công ty không được niêm yết thực hiện sáp nhập thành một công ty niêm yết khác, các điều kiện sáp nhập phải được quyết định thật chuẩn xác sao cho không gây ảnh hưởng đến nhà đầu tư. Trường hợp một công ty niêm yết sáp nhập vào một công ty không được niêm yết rất ít xảy ra. Kiểu sáp nhập này có thể gây ra một số tác hại đến việc bảo hộ các nhà đầu tư do công ty niêm yết phải thực hiện huỷ bỏ niêm yết. Khi một công ty không niêm yết tiếp tục tồn tại sau khi sáp nhập và vẫn sử dụng tên của công ty niêm yết thì việc niêm yết của công ty được gọi là "niêm yết cửa sau" (back door listing).

3.4.7.4. Ngày giao dịch

Mục đích của ngày giao dịch là dành thời gian cho các nhà đầu tư có đầy đủ thông tin để đánh giá về thực trạng của chứng khoán và công ty niêm yết giải trình các lý do dẫn đến phải ngừng giao dịch. Giao dịch chứng khoán có thể bị ngừng trong các trường hợp sau: (1) Công ty niêm yết chứng khoán thuộc diện bị chuyển nhượng hay bị huỷ bỏ niêm yết; (2) Khi công ty phát hiện ra các chứng chỉ giả mạo hay có sửa chữa; (3) Công ty yêu cầu các cổ đông phải đệ trình các chứng chỉ cổ phần nhằm mục đích chia nhỏ hay gộp cổ phiếu; (4) SGDCK thấy rằng cần phải bảo vệ quyền lợi cho công chúng các nhà đầu tư.

Về nguyên tắc, thời gian ngừng giao dịch càng ngắn càng tốt. Tuy nhiên, trong trường hợp chia nhỏ hay gộp cổ phiếu, thời gian ngừng giao dịch kéo dài từ khi thu hồi xong các chứng chỉ cổ phiếu cũ đến khi các cổ

phiếu mới thay thế được niêm yết. Ngoài ra, việc ngừng giao dịch chỉ kéo dài cho đến khi các nguyên nhân ngừng giao dịch được giải quyết.

3.4.7.5. Phí niêm yết

Là các khoản phí liên quan đến niêm yết và duy trì các tiêu chuẩn niêm yết mà các công ty niêm yết phải trả cho SGDCK để được niêm yết và giao dịch chứng khoán của mình trên SGDCK. Phí này là một trong những nguồn thu chủ yếu của SGDCK và được chia làm 2 loại: Phí đăng ký niêm yết lần đầu là mức thu phí tiếp nhận hồ sơ, thẩm định quá trình niêm yết lần đầu của tổ chức phát hành khi tham gia vào SGDCK và được thu một lần khi tham gia niêm yết; phí quản lý niêm yết hàng năm nhằm duy trì các tiêu chuẩn về quản lý niêm yết trong suốt quá trình tồn tại của cổ phiếu được niêm yết trên SGDCK và được thu hàng năm. Mức thu phí cũng phụ thuộc vào từng thị trường hoặc nhóm ngành nghề ưu tiên hay không ưu tiên và tính trên tổng giá trị cổ phiếu niêm yết.

Hiện nay, mức thu phí về niêm yết trên các SGDCK quốc tế chiếm khoảng 22% trên tổng thu nhập của SGDCK. Trong đó mức thu phí niêm yết của SGDCK NewYork chiếm khoảng 38%; SGDCK Tokyo khoảng 16%; SGDCK Hàn Quốc khoảng 4%; SGDCK Thái Lan khoảng 21%; SGDCK Luân đôn 15%.

3.4.7.6. Mã chứng khoán

Để nhận biết các chứng khoán một cách dễ dàng và quản lý chúng có hiệu quả, cần phải dùng loại chứng khoán có mã số. Ngoài ra, việc dùng các mã số chứng khoán cũng tạo điều kiện thuận tiện cho việc điện toán hoá các giao dịch và quản lý các chứng khoán niêm yết.

Việc sử dụng hệ thống nhận diện chứng khoán bằng mã số quốc tế (ISIN) có giá trị rất quan trọng đối với việc quản lý có hiệu quả mã chứng khoán và tiện dụng đối với các thành viên trên TTCK quốc tế.

3.4.7.7. Quản lý niêm yết chứng khoán của các công ty nước ngoài

Các SGDCK thường quy định các công ty nước ngoài có thể phát hành và niêm yết chứng khoán trên SGDCK của mình và thường đề ra các tiêu chuẩn quy định cho việc niêm yết này. Thông thường, các tiêu chuẩn niêm

yết đối với các công ty nước ngoài ít chặt chẽ hơn so với các công ty trong nước, phí niêm yết thường ở mức thấp hơn so với công ty trong nước.

Các chứng khoán của công ty niêm yết nước ngoài được giao dịch trên một khu vực riêng. Phương thức giao dịch, ngày thanh toán, giờ giao dịch, đơn vị giao dịch và giới hạn thay đổi giá trong ngày tương tự như đối với các công ty trong nước. Tuy nhiên, thông thường chứng khoán nước ngoài niêm yết trên SGDCK trong nước phải có ít nhất một người trong nước đại diện cho công ty phát hành nước ngoài giải quyết các vấn đề phát sinh giữa tổ chức niêm yết và SGDCK. Ngoài ra, tiêu chuẩn kế toán, kiểm toán của nước nguyên xứ phải được chấp nhận, nếu có sự khác biệt thì cần được làm rõ.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Các hình thức sở hữu Sở giao dịch chứng khoán. Liên hệ thực tiễn TTCK Việt Nam hiện nay và đưa ra các bình luận?
2. Trình bày các vấn đề cơ bản về tổ chức và hoạt động của SGDCK? Liên hệ thực tiễn TTCK Việt Nam.
3. Các thành viên của SGDCK? Phân loại các thành viên trên TTCK Việt Nam hiện nay.
4. Tại sao cần thiết phải niêm yết chứng khoán? Bình luận về các điều kiện được phép niêm yết chứng khoán trên TTCK Việt Nam.
5. Phân tích ưu điểm và hạn chế của việc niêm yết chứng khoán đối với tổ chức phát hành và đối với cơ quan quản lý thị trường.

CHƯƠNG 4

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG

1.1. NHỮNG VẤN ĐỀ CHUNG VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG (OTC)

1.1.1. Khái niệm

Thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC) là loại thị trường chứng khoán xuất hiện sớm nhất trong lịch sử hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán. Thị trường được mang tên OTC (Over The Counter) có nghĩa là "Thị trường qua quầy". Điều này xuất phát từ đặc thù của thị trường là các giao dịch mua bán trên thị trường được thực hiện trực tiếp tại các quầy của các ngân hàng hoặc các công ty chứng khoán mà không phải thông qua các trung gian môi giới để đưa vào đấu giá tập trung.

Như vậy, có thể hiểu, thị trường OTC là thị trường không có trung tâm giao dịch tập trung, đó là một mạng lưới các nhà môi giới và tự doanh chứng khoán mua bán với nhau và với các nhà đầu tư, các hoạt động giao dịch của thị trường OTC được diễn ra tại các quầy (sàn giao dịch) của các ngân hàng và công ty chứng khoán.

Đặc điểm quan trọng nhất của thị trường OTC để phân biệt với thị trường chứng khoán tập trung là cơ chế xác lập giá bằng hình thức thương lượng và thoả thuận song phương giữa người mua và người bán là chủ yếu, còn hình thức xác lập giá bằng đấu lệnh chỉ được áp dụng hạn chế và phần lớn là các lệnh nhỏ. Thời kỳ ban đầu của thị trường, việc thương lượng giá theo thoả thuận trực tiếp - "mặt đối mặt" song cho đến nay với sự phát triển của công nghệ thông tin, việc thương lượng có thể được thực hiện qua điện thoại và hệ thống mạng máy tính điện tử diện rộng.

Thị trường OTC đóng vai trò của một thị trường thứ cấp, tức là thực hiện vai trò điều hoà, lưu thông các nguồn vốn, đảm bảo chuyển hoá các nguồn vốn ngắn hạn thành dài hạn để đầu tư phát triển kinh tế.

Quá trình phát triển của thị trường OTC là quá trình phát triển từ hình thái thị trường tự do, không có tổ chức đến thị trường có tổ chức có sự quản lý của Nhà nước hoặc của các tổ chức tự quản và được phát triển từ hình thức giao dịch truyền thống, thủ công sang hình thức giao dịch điện tử hiện đại. Hiện nay, thị trường OTC được coi là thị trường chứng khoán bậc cao, có mức độ tự động hoá cao độ.

1.1.2. Những đặc điểm cơ bản của thị trường OTC

Thị trường OTC ở mỗi nước có những đặc điểm riêng, phù hợp với điều kiện và đặc thù mỗi nước. Tuy nhiên, hệ thống thị trường OTC trên thế giới hiện nay chủ yếu được xây dựng theo mô hình thị trường NASDAQ của Mỹ. Vì vậy, có thể khái quát một số đặc điểm chung của thị trường OTC ở các nước như sau:

- *Về hình thức tổ chức thị trường.* Thị trường OTC được tổ chức theo hình thức phi tập trung, không có địa điểm giao dịch mang tính tập trung giữa bên mua và bán. Thị trường sẽ diễn ra tại các địa điểm giao dịch của các ngân hàng, công ty chứng khoán và các địa điểm thuận tiện cho người mua và bán.

- *Chứng khoán giao dịch trên thị trường OTC bao gồm 2 loại: Thứ nhất,* chiếm phần lớn là các chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết trên Sở giao dịch song đáp ứng các điều kiện về tính thanh khoản và yêu cầu tài chính tối thiểu của thị trường OTC, trong đó chủ yếu là các chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, công ty công nghệ cao và có tiềm năng phát triển. *Thứ hai* là các loại chứng khoán đã niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán. Như vậy, chứng khoán niêm yết và giao dịch trên thị trường OTC rất đa dạng và có độ rủi ro cao hơn so với các chứng khoán niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán.

- *Cơ chế các lập giá trên thị trường OTC chủ yếu được thực hiện thông qua phương thức thương lượng và thoả thuận song phương giữa bên mua và bên bán, khác với cơ chế đấu giá tập trung trên Sở giao dịch chứng khoán.* Hình thức khớp lệnh trên thị trường OTC rất ít phổ biến và chỉ được áp dụng

đối với các lệnh nhỏ. Giá chứng khoán được hình thành qua thương lượng và thoả thuận riêng biệt nên sẽ phụ thuộc vào từng nhà kinh doanh đối tác trong giao dịch và như vậy sẽ có nhiều mức giá khác nhau đối với một chứng khoán tại một thời điểm. Tuy nhiên, với sự tham gia của các nhà tạo thị trường và cơ chế báo giá tập trung qua mạng máy tính điện tử như ngày nay dẫn đến sự cạnh tranh giá mạnh mẽ giữa các kinh doanh chứng khoán và vì vậy, khoảng cách chênh lệch giữa các mức giá sẽ thu hẹp do diễn ra sự "đấu giá" giữa các nhà tạo lập thị trường với nhau, nhà đầu tư chỉ việc lựa chọn giá tốt nhất trong các báo giá của các nhà tạo lập thị trường.

- Thị trường có sự tham gia và vận hành của các nhà tạo lập thị trường, đó là các công ty giao dịch - môi giới. Các công ty này có thể hoạt động giao dịch dưới hai hình thức: Thứ nhất là mua bán chứng khoán cho chính mình, bằng nguồn vốn của công ty - đó là hoạt động giao dịch. Thứ hai là làm môi giới đại lý chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng - đó là hoạt động môi giới.

Khác với Sở giao dịch chứng khoán chỉ có một người tạo ra thị trường cho mỗi loại chứng khoán đó là các chuyên gia chứng khoán, thị trường OTC có sự tham gia và vận hành của các nhà tạo lập thị trường (Market Makers) cho một loại chứng khoán bên cạnh các nhà môi giới, tự doanh. Nhiệm vụ quan trọng nhất và chủ yếu của các nhà tạo lập thị trường là tạo tính thanh khoản cho thị trường thông qua việc nắm giữ một lượng chứng khoán để sẵn sàng mua bán, giao dịch với khách hàng. Để tạo ra thị trường cho một loại chứng khoán, các công ty giao dịch - môi giới sẽ xuống mức giá cao nhất sẵn sàng mua (giá đặt mua) và giá thấp nhất sẵn sàng bán (giá chào bán), các mức giá này là giá yết của các nhà tạo lập thị trường và họ sẽ được hưởng các chênh lệch giá thông qua việc mua bán chứng khoán. Hệ thống các nhà tạo lập thị trường được coi là động lực cho thị trường OTC phát triển. Muốn tham gia trên thị trường OTC, các công ty môi giới phải đăng ký hoạt động với các cơ quan quản lý (Ủy ban chứng khoán, Sở giao dịch hoặc Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán) và có trách nhiệm tuân thủ các chuẩn mực về tài chính, kỹ thuật, chuyên môn và đạo đức hàng nghề.

- Là thị trường sử dụng hệ thống mạng máy tính điện tử diện rộng liên kết tất cả các đối tượng tham gia thị trường. Vì vậy, thị trường OTC còn được gọi là thị trường mạng hay thị trường báo giá điện tử. Hệ thống mạng của thị trường được các đối tượng tham gia thị trường sử dụng để đặt lệnh giao dịch, đàm phán thương lượng giá, truy cập và thông báo các thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán ... Chức năng của mạng được sử dụng rộng rãi trong giao dịch mua bán và quản lý trên thị trường OTC.

- *Quản lý thị trường OTC.* Cấp quản lý thị trường OTC tương tự như quản lý hoạt động của thị trường chứng khoán tập trung và được chia thành 2 cấp.

* **Cấp quản lý Nhà nước:** do cơ quan quản lý thị trường chứng khoán trực tiếp quản lý theo pháp luật về chứng khoán và các luật có liên quan, cơ quan này thường là Ủy ban chứng khoán các nước.

* **Cấp tự quản:** có thể do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán quản lý như ở Mỹ, Hàn Quốc, Thái Lan, Nhật Bản... hoặc do trực tiếp Sở giao dịch đồng thời quản lý như ở Anh, Pháp, Canada, Pháp.... Nhìn chung, nội dung và mức độ quản lý ở mỗi nước có khác nhau, tùy thuộc vào điều kiện và đặc thù của từng nước nhưng đều có chung mục tiêu là đảm bảo sự ổn định và phát triển liên tục của thị trường.

- *Cơ chế thanh toán trên thị trường OTC là linh hoạt và đa dạng.* Do phần lớn các giao dịch mua bán trên thị trường OTC được thực hiện trên cơ sở thương lượng và thỏa thuận nên phương thức thanh toán trên thị trường OTC linh hoạt giữa người mua và bán, khác với phương thức thanh toán bù trừ đa phương thống nhất như trên thị trường tập trung. Thời hạn thanh toán không cố định như trên thị trường tập trung mà rất đa dạng T+0, T+1, T+ 2, T+x trên cùng một thị trường, tùy theo từng thương vụ và sự phát triển của thị trường.

1.1.3. Phân biệt thị trường OTC với các thị trường chứng khoán khác

** Thị trường OTC và thị trường chứng khoán tập trung*

Thị trường OTC	Thị trường Sở giao dịch
Điểm giống nhau	
<ul style="list-style-type: none"> - Đều là các thị trường có tổ chức, chịu sự quản lý, giám sát của Nhà nước - Hoạt động của thị trường chịu sự chi phối của hệ thống Luật chứng khoán và các văn bản pháp luật khác có liên quan. 	
Điểm khác nhau	
- Địa điểm giao dịch là phi tập trung	- Địa điểm giao dịch tập trung, có trung tâm giao dịch cụ thể.
- Giao dịch bằng cơ chế thương lượng và thoả thuận giá là chủ yếu, hình thức khớp lệnh thường sử dụng đối với các lệnh nhỏ tại các thị trường OTC mới hình thành	- Giao dịch thông qua đấu giá tập trung
- Trên thị trường có thể có nhiều mức giá đối với một chứng khoán trong cùng một thời điểm.	- Chỉ có một mức giá đối với một chứng khoán trong cùng một thời điểm.
- Giao dịch các loại chứng khoán có độ rủi ro cao. Bao gồm 2 loại chứng khoán: chứng khoán niêm yết trên Sở giao dịch và chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết trên Sở giao dịch song đáp ứng các yêu cầu của cơ quan quản lý thị trường OTC.	- Giao dịch các loại chứng khoán có độ rủi ro thấp hơn. Các loại chứng khoán phải đáp ứng các điều kiện niêm yết của Sở.
- Sử dụng hệ thống mạng máy tính diện rộng để giao dịch, thông tin và quản lý	- Có thể sử dụng mạng diện rộng để giao dịch hoặc không.

CHƯƠNG 4: THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG

- Có các nhà tạo lập thị trường cho một loại chứng khoán.	- Chỉ có một nhà tạo lập thị trường cho một loại chứng khoán, đó là các chuyên gia chứng khoán của Sở.
- Tổ chức quản lý trực tiếp là Sở giao dịch hoặc Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán.	- Tổ chức quản lý trực tiếp là Sở giao dịch
- Cơ chế thanh toán là linh hoạt và đa dạng	- Cơ chế thanh toán bù trừ đa phương thống nhất.

*** Thị trường OTC và thị trường chứng khoán tự do**

Thị trường OTC	Thị trường tự do
Điểm giống nhau: <ul style="list-style-type: none">- Địa điểm giao dịch là phi tập trung- Chủ yếu áp dụng cơ chế xác lập giá qua thương lượng và thoả thuận- Các chứng khoán giao dịch phần lớn là các chứng khoán có tỷ lệ sinh lợi cao, độ rủi ro lớn.	
Điểm khác nhau	
- Là thị trường có tổ chức chặt chẽ	- Là thị trường không có tổ chức
- Giao dịch thông qua thoả thuận qua mạng	- Giao dịch thoả thuận trực tiếp
- Các chứng khoán mua bán là các chứng khoán được phát hành ra công chúng	- Các chứng khoán mua bán là tất cả các chứng khoán phát hành.
- Có sự quản lý, giám sát của Nhà nước và tổ chức tự quản	- Không có sự quản lý của Nhà nước

1.1.4. Vị trí và vai trò của thị trường OTC

a) Vị trí của thị trường OTC

Thị trường OTC là một bộ phận cấu thành thị trường chứng khoán, luôn tồn tại và phát triển song song với thị trường chứng khoán tập trung (các Sở giao dịch chứng khoán). Tuy nhiên, do đặc điểm khác biệt với thị trường tập trung ở cơ chế xác lập giá thương lượng và thoả thuận là chủ yếu, hàng hoá trên thị trường đa dạng. Vì vậy, thị trường OTC có vị trí quan trọng trong cấu trúc thị trường chứng khoán, là thị trường bộ phận hỗ trợ cho thị trường tập trung.

b) Vai trò của thị trường OTC

- Hỗ trợ và thúc đẩy thị trường chứng khoán tập trung phát triển;
- Hạn chế, thu hẹp thị trường tự do, góp phần đảm bảo sự ổn định và lành mạnh của thị trường chứng khoán;
- Tạo thị trường cho các chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, các chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết;
- Tạo môi trường đầu tư linh hoạt, thuận lợi cho các nhà đầu tư.

1.2. MỘT SỐ THỊ TRƯỜNG OTC TRÊN THẾ GIỚI

1.2.1. Thị trường OTC Mỹ (NASDAQ)*

Đặc trưng thị trường OTC của Mỹ

Thị trường OTC của Mỹ là mô hình thị trường OTC điển hình được phát triển từ thị trường phi tập trung tự do mang tính truyền thống, giao dịch thông qua thương lượng giá trực tiếp "mặt đối mặt" và chủ yếu qua điện thoại. Thị trường này có sự quản lý của Nhà nước từ sau Luật chứng khoán sửa đổi (Luật Maloney 1938). Thị trường OTC qua mạng máy tính *Nasdaq* được thành lập từ năm 1971 là bộ phận lớn nhất của thị trường thứ cấp Mỹ xét về số lượng chứng khoán giao dịch trên thị trường với trên 15000 chứng khoán, lớn hơn rất nhiều so với số lượng chứng khoán giao

* UBCKNN, *Giáo trình những vấn đề cơ bản về chứng khoán và TTCK*

dịch trên thị trường tập trung NYSE. Chứng khoán giao dịch trên thị trường này chiếm đa số là của các công ty thuộc ngành công nghệ thông tin và các công ty vừa và nhỏ.

Thị trường được vận hành bởi một hệ thống các nhà tạo lập thị trường và các nhà môi giới, có khoảng 600 nhà tạo lập thị trường hoạt động tích cực trên Nasdaq và trung bình mỗi nhà tạo lập thị trường đảm nhận 8 loại cổ phiếu. Thị trường Nasdaq chịu sự quản lý hai cấp: Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC) và Hiệp hội các nhà giao dịch chứng khoán quốc gia Mỹ (NASD) quản lý trực tiếp. Thị trường Nasdaq hiện nay đã được nối mạng toàn cầu với nhiều thị trường OTC khác trên thế giới.

Năm 1982, Hiệp hội NASD thành lập thị trường "tinh lọc" của NASDAQ gọi là hệ thống thị trường quốc gia (NNM - Nasdaq National Market System). Đây là bộ phận thị trường của NASDAQ được tổ chức cho các cổ phiếu được giao dịch sôi động nhất và có chất lượng cao hơn, chiếm tới hơn 60% tổng giá trị giao dịch trên thị trường NASDAQ.

Tiêu chuẩn niêm yết chứng khoán trên thị trường Nasdaq

Chứng khoán được giao dịch trên thị trường Nasdaq rất đa dạng về chủng loại và chất lượng, trong đó chủ yếu là chứng khoán của các công ty mới thành lập, công ty vừa và nhỏ, công ty tăng trưởng cao và các công ty công nghệ cao cho đến các công ty lớn có chất lượng cao như Intel, Microsoft và các trái phiếu... Các loại chứng khoán này cũng được phân thành nhiều bảng giao dịch theo chất lượng chứng khoán, thị trường Nasdaq quốc gia (NNM) dành cho chứng khoán chất lượng cao hơn chứng khoán giao dịch tại thị trường Nasdaq thông thường.

Tiêu chuẩn chứng khoán được niêm yết trên Nasdaq được quy định bởi Ủy ban chứng khoán và Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán và bao gồm nhiều tiêu thức khác nhau tùy theo từng thời kỳ, nhưng tựu chung lại các chứng khoán niêm yết là các chứng khoán đã đăng ký theo Luật giao dịch chứng khoán 1934 hay Luật công ty đầu tư 1940 và đáp ứng được các tiêu chuẩn về tổng giá trị tài sản công ty; vốn và lợi nhuận; giá trị vốn lưu

hành của các chứng khoán nợ có thể chuyển đổi; số cổ phiếu do công chúng nắm giữ; số lượng cổ đông; số lượng các nhà tạo lập thị trường cho loại chứng khoán này (tối thiểu phải có 2 nhà tạo lập thị trường). Đối với thị trường NNM, tiêu chuẩn niêm yết chứng khoán cao hơn so với thị trường Nasdaq thông thường ở các tiêu chí về lợi nhuận ròng/năm, giá cổ phiếu, giá trị thị trường của cổ phiếu lưu hành, số nhà tạo lập thị trường cho chứng khoán (4 người).

Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán quốc gia (NASD)

Hiệp hội được thành lập năm 1939, là tổ chức tự quản có chức năng điều hành hoạt động của thị trường OTC. NASD hoạt động dưới sự kiểm tra, giám sát của SEC và có những nhiệm vụ chủ yếu sau:

- Tiêu chuẩn hoá các giao dịch chứng khoán
- Thông qua và ban hành các quy tắc hành nghề.
- Thực hiện chế độ tự quản giữa các thành viên.
- Thiết lập các quy tắc, quy phạm pháp lý điều chỉnh quyền và nghĩa vụ giữa các thành viên và để bảo vệ nhà đầu tư.
- Cố vấn cho cơ quan nhà nước trong việc quản lý hoạt động của thị trường OTC.
- Ban hành các thể lệ, nguyên tắc trong việc yết giá, đàm phán và thương lượng giá qua hệ thống Nasdaq.
- Điều tra, hoà giải và giải quyết tranh chấp trên thị trường OTC.

Nhà tạo lập thị trường thuộc hệ thống Nasdaq

Về cơ bản, trên thị trường Nasdaq có hai hình thức nhà tạo lập thị trường là nhà tạo lập thị trường bán buôn và bán lẻ. Nhà tạo lập thị trường bán buôn là những người chỉ giao dịch với các nhà môi giới khác và thường được gọi là môi giới của môi giới. Lợi nhuận của họ thu được từ khả năng giao dịch tức là khả năng mua giá thấp và bán giá cao. Nhà tạo lập thị trường bán lẻ khá phổ biến dưới dạng các công ty chứng khoán đảm nhận làm môi

giới giao dịch, họ tạo ra thị trường cho cổ phiếu đồng thời tiến hành một số hình thức dịch vụ tài chính và đầu tư ngân hàng khác.

Để là một nhà tạo lập thị trường thuộc hệ thống Nasdaq người đó phải được NASD chấp thuận. Trong quá trình hoạt động, họ phải thường xuyên yết các giá chào bán và đặt mua phù hợp với thị trường. Đồng thời, họ phải luôn duy trì mức giá trị vốn thuần tối thiểu đối với từng loại chứng khoán được làm giá, luôn sẵn sàng mua hoặc bán ít nhất một đơn vị giao dịch là một lô chẵn 100 cổ phiếu ở mức giá yết đã nêu. Sau 90 giây kể từ lúc thực hiện giao dịch, nhà tạo lập thị trường phải báo cáo và cuối ngày phải báo cáo khối lượng giao dịch trong ngày cho NASD thông qua hệ thống giao dịch do máy tính hỗ trợ (CAES).

Hình thức tổ chức thông tin

Tại thị trường OTC của Mỹ có hai hình thức tổ chức thông tin chính là thông qua hệ thống "màn hình" và qua "ấn phẩm".

Thông qua hệ thống màn hình Nasdaq

Với đặc điểm đã được điện toán hoá và nối mạng với các thành viên, hệ thống đảm nhận vai trò cung cấp giá chứng khoán cho các nhà tạo lập thị trường, các nhà môi giới và nhà đầu tư để tiến hành thương lượng, đàm phán trước khi ký hợp đồng giao dịch chứng khoán. Giá được công bố trên hệ thống qua ba cấp độ:

- **Cấp 1:** Hệ thống cung cấp cho những thành viên đã đăng ký những thông tin cập nhật về giá mua cao nhất và giá bán thấp nhất trên thị trường, từ đó họ có thể tìm ra mức giá phù hợp nhất để giao dịch.

- **Cấp 2:** Thông qua các thiết bị máy tính nối với hệ thống được lắp đặt ở những nơi có hoạt động giao dịch nhộn nhịp nhất, các nhà đầu tư có thể biết được giá yết của các nhà tạo lập thị trường một cách chính xác và cập nhật nhất.

- **Cấp 3:** Hệ thống cung cấp cho các nhà tạo lập thị trường đã được NASD uỷ quyền giá yết của tất cả các nhà tạo lập thị trường và cho phép họ điều chỉnh giá yết của mình.

Các báo giá chọn lọc

Thông qua Ủy ban báo giá của mình, NASD tập hợp hàng ngày các giá chào bán và đặt mua của một số loại chứng khoán chọn lọc trên thị trường OTC và công bố trên 300 tờ báo khắp cả nước. Một công ty giao dịch môi giới của NASD có thể yêu cầu Ủy ban báo giá địa phương đưa thêm một số loại chứng khoán vào danh sách báo giá, đề nghị này được chấp nhận hay từ chối là tùy thuộc vào chứng khoán đó có đáp ứng được những tiêu chuẩn của Ủy ban chứng khoán hay không.

Bản báo giá màu hồng và màu vàng

Cục báo giá quốc gia (NQB) chịu trách nhiệm xuất bản một loại ấn phẩm gọi là "bản báo giá" in trên giấy màu hồng báo giá yết và tên của các nhà tạo lập thị trường đối với 11000 cổ phiếu và bản báo giá màu vàng báo giá của các loại trái phiếu. Những bản thông báo này được xuất bản hàng ngày và chỉ được phân phối cho các công ty chứng khoán đã đặt mua. Các giá báo trên hai bản thông báo này không có trên chuyên mục tài chính của các tờ báo khác.

Các bước tiến hành giao dịch trên thị trường Nasdaq

Bước 1: Nhà đầu tư A có nhu cầu mua 100 cổ phiếu của công ty xyz được niêm yết trên Nasdaq gọi điện cho người môi giới B.

Bước 2: Nhà môi giới B viết phiếu đặt mua rồi gửi cho nhà tạo lập thị trường C đảm nhận làm giá cho cổ phiếu xyz.

Bước 3: Nhà tạo lập thị trường C tìm một nhà tạo lập thị trường khác muốn bán 100 cổ phiếu công ty xyz bằng 2 cách: thông qua NQB hoặc qua Nasdaq. Nếu qua Nasdaq, nhà tạo lập thị trường C phải là một thành viên và lúc này, C sẽ tìm nhà tạo lập thị trường có mức giá thấp nhất. Còn nếu qua NQB, C sẽ tìm trên "bản báo giá màu hồng" để biết một số nhà tạo lập thị trường khác đang nắm giữ cổ phiếu xyz và biết giá cả hiện tại của từng người và chọn mức giá phù hợp cho giao dịch của mình.

Bước 4: Nhà tạo lập thị trường C chuyển kết quả giao dịch tới B với mức giá được kê cao hơn, B sẽ báo lại cho khách hàng kết quả giao dịch có kèm phí hoa hồng môi giới.

1.2.2. Thị trường OTC ở Châu Á

1.2.2.1. Thị trường OTC Nhật Bản

Nhật Bản có hai thị trường OTC cùng hoạt động đồng thời, đó là thị trường Jasdaq và thị trường J-net.

Thị trường *Jasdaq* hoạt động từ năm 1991 trên cơ sở phát triển thị trường OTC truyền thống hoạt động từ tháng 2/1963 do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán Nhật Bản (JSDA) quản lý. Luật chứng khoán sửa đổi năm 1983 đã đưa thị trường OTC này vào quỹ đạo quản lý của Nhà nước, cơ chế thương lượng giá tay đôi giữa các công ty chứng khoán và giữa công ty chứng khoán với khách hàng được đổi sang cơ chế đấu giá tập trung qua hệ thống các nhà tạo lập thị trường. Hệ thống các nhà tạo lập thị trường được áp dụng để cạnh tranh với thị trường tập trung và tạo tính thanh khoản cho thị trường OTC. Hiện nay, trên thị trường Jasdaq có 449 công ty làm vai trò tạo lập thị trường.

Chứng khoán giao dịch trên thị trường này là chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, công ty có chất lượng hạng hai, công ty công nghệ cao. Tiêu chí niêm yết trên Jasdaq chủ yếu dựa vào các tiêu chuẩn như thời gian thành lập công ty, tài sản ròng, lợi nhuận ròng, tổng giá trị thị trường của chứng khoán, số lượng cổ đông, số lượng chứng khoán lưu hành, ý kiến kiểm toán và các tiêu chí khác. Tính đến thời điểm cuối năm 1999 đã có 929 chứng khoán được giao dịch trên thị trường này, tăng hơn gấp 3 lần so với năm 1990 (300 chứng khoán). Chứng khoán không đủ điều kiện giao dịch trên Sở giao dịch và thị trường khu vực II cũng được sự hỗ trợ để giao dịch qua mạng Jasdaq tương tự như đối với thị trường Nasdaq Mỹ.

Hệ thống giao dịch và thông tin tự động qua mạng Jasdaq theo mô hình Nasdaq Mỹ được chính thức đưa vào hoạt động từ năm 1991 để thúc đẩy thị trường OTC phát triển, bao gồm 2 mạng bộ phận đảm nhận 2 chức năng

riêng: mạng giao dịch và mạng thông tin. Mạng giao dịch được sử dụng để khớp các lệnh giao dịch tự động và mạng thông tin được dùng cho các nhà tạo lập thị trường báo giá tập trung, thông báo về các giao dịch đã thoả thuận và truyền phát các thông tin khác .

Thị trường *J-net* mới được đưa vào hoạt động từ tháng 5 năm 2000, chịu sự quản lý trực tiếp của Sở giao dịch chứng khoán Osaka (OSE), được tổ chức dành cho các chứng khoán không được niêm yết trên Sở giao dịch nhằm đáp ứng yêu cầu tiết kiệm thời gian và chi phí cho các đối tượng tham gia thị trường, hoạt động theo phương thức thương lượng giá. Thành viên của OSE, người đầu tư và trung tâm quản lý được trực tiếp nối mạng với nhau thông qua một mạng điện tử đa tầng, tạo điều kiện cho các đối tượng này có thể chia sẻ thông tin thị trường.

Đặc trưng của J-Net là cung cấp các dịch vụ với giá rẻ, tốc độ nhanh, tiện lợi và có thể truy cập trực tiếp thông tin thị trường, J-Net cũng là mạng được nối với các mạng khác trong nước và quốc tế. Hiện nay OSE và JSDA đang xúc tiến việc hợp nhất thị trường Jasdaq và J-net này để thúc đẩy hoạt động giao dịch các chứng khoán OTC hơn nữa. Mô hình thị trường J-net là mô hình giao dịch được đánh giá có tiềm năng phát triển.

1.2.2.2. Thị trường OTC Hàn Quốc (Kosdaq)

Thị trường OTC truyền thống của Hàn Quốc được thành lập tháng 04/1987 nhằm tạo môi trường hoạt động cho các chứng khoán không được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (KSE), thị trường chịu sự kiểm soát của Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán (KSDA) thành lập năm 1953.

Tháng 04/1997, Chính phủ Hàn Quốc quyết định tổ chức lại và thúc đẩy phát triển thị trường này bằng việc thành lập thị trường mạng máy tính điện tử **Kosdaq** nhằm tạo điều kiện cho các công ty mạo hiểm, công ty công nghệ cao, quỹ tương hỗ và các công ty vừa và nhỏ không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường tập trung có thể huy động vốn trực tiếp. Thị trường được xây dựng theo mô hình thị trường Nasdaq, tiến hành giao dịch qua mạng điện tử có sự kiểm soát của trung tâm. Các tổ chức niêm yết trên thị

trường Kosdaq phải đáp ứng một số tiêu chí cơ bản như mức vốn điều lệ tối thiểu, tỷ lệ phát hành ra công chúng... Tuy nhiên, việc đấu giá được thực hiện theo phương thức đấu lệnh tập trung tương tự như sở giao dịch.

Thị trường Kosdaq là một trong những thị trường được quản lý khá hiệu quả. Hiện nay, thị trường Kosdaq đang rất phát triển và có khả năng cạnh tranh lớn với thị trường của những chứng khoán có chất lượng cao KSE. Tốc độ tăng thị phần hàng năm của thị trường này lớn hơn nhiều so với thị trường tập trung và chiếm khoảng 98% tổng giao dịch trái phiếu của TTCK. Tính đến tháng 12/1999, giá trị giao dịch bình quân của Kosdaq là khoảng 1/3 so với KSE.

Tháng 03/2000, thị trường thứ ba (OTC-BB) theo mô hình Nasdaq OTC-BB của Mỹ chính thức đi vào hoạt động nhằm tạo điều kiện huy động vốn cho các trái phiếu và các cổ phiếu chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên KSE và trên Kosdaq. Thị trường này sử dụng mạng điện tử Kosdaq để giao dịch tương tự như thị trường OTC-BB Mỹ. Phương thức xác lập giá trên thị trường này là phương thức thông lệnh tự động (crossed matching) trên cơ sở tự động tiến hàng khớp hai lệnh có giá và khối lượng như nhau. Đây là phương pháp thương lượng giá tự động đang được áp dụng tại một bộ phận của thị trường Nasdaq Mỹ.

1.2.2.3 Thị trường OTC Malaysia (Mesdaq)

Tháng 5/1996, Chính phủ Malaysia bắt đầu xem xét khả năng xây dựng một thị trường OTC nhằm đáp ứng nhu cầu huy động vốn của các công ty công nghệ cao, công ty có vốn nhỏ, công ty liên doanh... Hội đồng Chứng khoán Malaysia đã nghiên cứu tổ chức và hoạt động của các thị trường OTC trên thế giới và dự kiến thành lập thị trường **Mesdaq** độc lập với Sở giao dịch chứng khoán Kuala Lumpur. Thị trường Mesdaq được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng đối với TTCK Malaysia tương tự như Nasdaq đối với Mỹ. Thị trường này sẽ tạo điều kiện cho các công ty nhỏ, công ty công nghệ cao huy động vốn và xa hơn nữa là thu hút các công ty khác trên thế giới. Việc xây dựng thị trường này nằm trong chiến lược phát triển kinh tế và trước mắt là

chiến lược hoàn thành sự nghiệp công nghiệp hoá - hiện đại hoá đất nước vào cuối năm 2020.

Mesdaq khai trương hoạt động ngày 30 /04/1999, với phương châm nằm trong bốn chữ: ***công bằng, hiệu quả, linh hoạt và công khai*** (FELT). Mesdaq là một công ty trách nhiệm hữu hạn của các thành viên trực tiếp sở hữu dưới dạng một tổ chức tự quản, có vị trí độc lập với Sở giao dịch Kuala Lumpur và cũng không thuộc Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán. Đây đồng thời là tổ chức hoạt động phi lợi nhuận, tự hạch toán thông qua phí thành viên và phí niêm yết. Hệ thống trung gian thị trường bao gồm các nhà bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư, các nhà tài trợ, các nhà tạo lập thị trường...

Tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường này bao gồm các tiêu chí về kinh nghiệm trong lĩnh vực hoạt động kinh doanh, mô hình hoạt động công ty, triển vọng của công ty, các mâu thuẫn lợi ích tồn tại liên quan đến công ty, chương trình nghiên cứu phát triển.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Trình bày những vấn đề cơ bản về thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC)?
2. Phân biệt thị trường OTC và thị trường chứng khoán tập trung, OTC và thị trường tự do?
3. Hãy bình luận quan điểm cho rằng phát triển thị trường OTC là giải pháp hữu hiệu nhất để phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay?
4. Phân tích vị trí và vai trò của thị trường OTC trong tổng thể thị trường chứng khoán nói chung.
5. Phân tích mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán tập trung và thị trường OTC.

CHƯƠNG 5

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

5.1. CÁC MÔ HÌNH TỔ CHỨC KINH DOANH CHỨNG KHOÁN

Hoạt động của công ty chứng khoán rất đa dạng và phức tạp, khác hẳn với các doanh nghiệp sản xuất và thương mại thông thường vì công ty chứng khoán (CTCK) là một định chế tài chính đặc biệt. Vì vậy, vấn đề xác định mô hình tổ chức kinh doanh của CTCK cũng có những điểm khác nhau và vận dụng cho các khối thị trường có mức độ phát triển khác nhau (thị trường cổ điển; thị trường mới nổi; thị trường các nước chuyển đổi). Tuy nhiên, có thể khái quát mô hình tổ chức kinh doanh chứng khoán của công ty chứng khoán theo 2 nhóm sau:

5.1.1. Mô hình công ty chứng khoán đa năng

Theo mô hình này, công ty chứng khoán được tổ chức dưới hình thức một tổ hợp dịch vụ tài chính tổng hợp bao gồm kinh doanh chứng khoán, kinh doanh tiền tệ và các dịch vụ tài chính. Theo đó, các ngân hàng thương mại hoạt động với tư cách là chủ thể kinh doanh chứng khoán, bảo hiểm và kinh doanh tiền tệ. Mô hình này được biểu hiện dưới 2 hình thức sau:

- *Loại đa năng một phần*: theo mô hình này các ngân hàng muốn kinh doanh chứng khoán, kinh doanh bảo hiểm phải thành lập công ty con hạch toán độc lập và hoạt động tách rời với hoạt động kinh doanh tiền tệ. Mô hình này còn được gọi là mô hình ngân hàng kiểu Anh.

- *Loại đa năng hoàn toàn*: các ngân hàng được phép trực tiếp kinh doanh chứng khoán, kinh doanh bảo hiểm và kinh doanh tiền tệ cũng như các dịch vụ tài chính khác. Mô hình này còn được gọi là mô hình ngân hàng kiểu Đức.

Ưu điểm của mô hình này là các ngân hàng có thể kết hợp nhiều lĩnh vực kinh doanh, nhờ đó giảm bớt rủi ro trong hoạt động kinh doanh bằng việc đa dạng hoá đầu tư. Ngoài ra, mô hình này còn có ưu điểm là tăng khả năng chịu đựng của ngân hàng trước những biến động trên thị trường tài chính. Mặt khác, các ngân hàng sẽ tận dụng được lợi thế của mình là tổ chức

kinh doanh tiền tệ có vốn lớn, cơ sở vật chất hiện đại và hiểu biết rõ về khách hàng cũng như các doanh nghiệp khi họ thực hiện nghiệp vụ cấp tín dụng và tài trợ dự án.

Tuy nhiên, mô hình này cũng có những hạn chế, đó là do vừa là tổ chức tín dụng là vừa là tổ chức kinh doanh doanh chứng khoán, do đó khả năng chuyên môn không sâu như các công ty chứng khoán chuyên doanh. Điều này sẽ làm cho thị trường chứng khoán kém phát triển vì các ngân hàng thường có xu hướng bảo thủ và thích hoạt động cho vay hơn là thực hiện các nghiệp vụ của thị trường chứng khoán như: bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư.

Đồng thời, do khó tách bạch được hoạt động ngân hàng và hoạt động kinh doanh chứng khoán, trong điều kiện môi trường pháp luật không lành mạnh, các ngân hàng dễ gây nên tình trạng lũng đoạn thị trường, và khi đó các biến động trên thị trường chứng khoán sẽ tác động mạnh tới kinh doanh tiền tệ, gây tác động dây chuyền và dẫn đến khủng hoảng thị trường tài chính. Bên cạnh đó, do không có sự tách biệt rõ ràng giữa các nguồn vốn, nên các ngân hàng có thể sử dụng tiền gửi tiết kiệm của dân cư để đầu tư chứng khoán, và khi thị trường chứng khoán biến động theo chiều hướng xấu sẽ tác động tới công chúng thông qua việc ô ạt rút tiền gửi, làm cho ngân hàng mất khả năng chi trả. Do những hạn chế như vậy, nên sau khi khủng hoảng thị trường tài chính 1929- 1933, các nước đã chuyển sang mô hình chuyên doanh, chỉ có một số thị trường (như Đức) vẫn còn áp dụng mô hình này.

5.1.2. Mô hình công ty chứng khoán chuyên doanh

Theo mô hình này, hoạt động kinh doanh chứng khoán sẽ do các công ty độc lập và chuyên môn hoá trong lĩnh vực chứng khoán đảm trách, các ngân hàng không được tham gia kinh doanh chứng khoán.

Ưu điểm của mô hình này là hạn chế được rủi ro cho hệ thống ngân hàng, tạo điều kiện cho các công ty chứng khoán đi vào chuyên môn hoá sâu trong lĩnh vực chứng khoán để thúc đẩy thị trường phát triển. Mô hình này được áp dụng khá rộng rãi ở các thị trường Mỹ, Nhật và các thị trường mới nổi như Hàn Quốc, Thái Lan...vv.

Tuy nhiên, do xu thế hình thành nên các tập đoàn tài chính khổng lồ nên ngày nay một số thị trường cũng cho phép kinh doanh trên nhiều lĩnh vực tiền tệ, chứng khoán, bảo hiểm, nhưng được tổ chức thành các công ty mẹ, công ty con và có sự quản lý, giám sát chặt chẽ và hoạt động tương đối độc lập với nhau.

5.2. NHỮNG VẤN ĐỀ CHUNG VỀ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

5.2.1. Khái niệm và phân loại CTCK

Công ty chứng khoán là một định chế tài chính trung gian thực hiện các nghiệp vụ trên thị trường chứng khoán.

Ở Việt Nam, theo Quyết định 04/1998/QĐ-UBCK3 ngày 13 tháng 10 năm 1998 của UBCKNN, CTCK là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn thành lập hợp pháp tại Việt Nam, được Ủy ban chứng khoán Nhà nước cấp giấy phép thực hiện một hoặc một số loại hình kinh doanh chứng khoán.

Do đặc điểm một CTCK có thể kinh doanh trên một lĩnh vực, loại hình kinh doanh chứng khoán nhất định do đó hiện nay, có quan điểm phân chia CTCK thành các loại sau:

- *Công ty môi giới chứng khoán:* là CTCK chỉ thực hiện việc trung gian, mua bán chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng.
- *Công ty bảo lãnh phát hành chứng khoán* là CTCK có lĩnh vực hoạt động chủ yếu là thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh để hưởng phí hoặc chênh lệch giá.
- *Công ty kinh doanh chứng khoán* là CTCK chủ yếu thực hiện nghiệp vụ tự doanh, có nghĩa là tự bỏ vốn và tự chịu trách nhiệm về hậu quả kinh doanh.
- *Công ty trái phiếu* là CTCK chuyên mua bán các loại trái phiếu.
- *Công ty chứng khoán không tập trung* là các CTCK hoạt động chủ yếu trên thị trường OTC và họ đóng vai trò là các nhà tạo thị trường.

5.2.2. Các loại hình tổ chức của CTCK

Hiện nay, có ba loại hình tổ chức cơ bản của CTCK, đó là: *công ty hợp danh; công ty trách nhiệm hữu hạn; công ty cổ phần.*

* Công ty hợp danh

- Là loại hình kinh doanh có từ 2 chủ sở hữu trở nên
- Thành viên của CTCK hợp danh bao gồm: Thành viên góp vốn và thành viên hợp danh. Các thành viên hợp danh phải chịu trách nhiệm vô hạn bằng toàn bộ tài sản của mình về các nghĩa vụ của Công ty. Các thành viên góp vốn không tham gia điều hành công ty, họ chỉ phải chịu trách nhiệm hữu hạn trong phần vốn góp của mình đối với những khoản nợ của công ty.
- Công ty hợp danh thông thường không được phép phát hành bất cứ một loại chứng khoán nào.

* Công ty cổ phần

- CTCP là một pháp nhân độc lập với các chủ sở hữu công ty là các cổ đông
- Cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã góp vào doanh nghiệp.
- CTCP có quyền phát hành chứng khoán (cổ phiếu và trái phiếu) ra công chúng theo quy định của pháp luật về chứng khoán hiện hành.

* Công ty TNHH

- Thành viên của công ty chịu trách nhiệm về các khoản nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã cam kết góp vào doanh nghiệp.
- Công ty TNHH không được phép phát hành cổ phiếu.

Do các ưu điểm của loại hình CTCP và Công ty TNHH so với Công ty hợp danh, vì vậy, hiện nay chủ yếu các CTCK được tổ chức dưới hình thức công ty TNHH và CTCP.

5.2.3. Điều kiện và thủ tục thành lập CTCK

Để được cấp phép thành lập, các tổ chức phải đáp ứng các điều kiện sau:

- **Điều kiện về vốn:** CTCK phải có mức vốn điều lệ tối thiểu bằng vốn pháp định. Vốn pháp định thường được quy định cụ thể cho từng loại hình nghiệp vụ.

Ví dụ, Ở Việt Nam, điều 30 Nghị định 48/1998 quy định mức vốn pháp định cho từng loại hình kinh doanh như sau:

- Môi giới: 3 tỷ đồng
- Tự doanh: 12 tỷ đồng
- Quản lý danh mục đầu tư: 3 tỷ đồng
- Bảo lãnh phát hành: 22 tỷ đồng
- Tư vấn đầu tư chứng khoán: 3 tỷ đồng

Trường hợp CTCK xin cấp phép cho nhiều loại hình kinh doanh thì vốn pháp định là tổng số vốn pháp định của từng loại hình riêng lẻ.

Tại Nhật Bản, đối với các công ty tham gia 3 loại hình kinh doanh là môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành phải có vốn điều lệ là: 10 tỷ Yên.

Ở Trung Quốc, đối với các CTCK đa năng (thực hiện các nghiệp vụ) vốn điều lệ là 500 triệu NDT, các công ty MGCK là 50 triệu NDT.

- **Điều kiện về nhân sự:** những người quản lý hay nhân viên giao dịch của công ty phải đáp ứng các yêu cầu về kiến thức, trình độ chuyên môn và kinh nghiệm, cũng như mức độ tín nhiệm, tính trung thực. Hầu hết các nước đều yêu cầu nhân viên của CTCK phải có giấy phép hành nghề. Những người giữ các chức danh quản lý còn phải đòi hỏi có giấy phép đại diện.

- **Điều kiện về cơ sở vật chất:** Các tổ chức và cá nhân sáng lập CTCK phải đảm bảo yêu cầu cơ sở vật chất tối thiểu cho CTCK.

Ở Việt Nam, theo điều 30, ND 48/1998 của Chính phủ quy định bên cạnh yêu cầu về vốn pháp định như trên, các công ty chứng khoán muốn được cấp phép phải đáp ứng thêm các điều kiện sau đây:

1. Có phương án hoạt động kinh doanh phù hợp với mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội và phát triển ngành chứng khoán
2. Có đủ cơ sở vật chất, kỹ thuật phục vụ cho việc kinh doanh chứng khoán

3. Giám đốc (TGD), các nhân viên kinh doanh (không kể nhân viên kế toán, văn thư hành chính, thủ quỹ) của CTCK phải có giấy phép hành nghề chứng khoán do UBCK Nhà nước cấp.

Sau khi đã đáp ứng được các điều kiện, các nhà sáng lập CTCK phải lập hồ sơ xin cấp phép lên UBCKNN. Hồ sơ thông thường bao gồm các loại tài liệu sau:

1. Đơn xin cấp phép
2. Giấy phép thành lập doanh nghiệp.
2. Phương án nhân sự
3. Phương án hoạt động
4. Điều lệ CTCK
5. Các tài liệu minh chứng về vốn, tình hình sản xuất kinh doanh, cơ sở vật chất và trình độ chuyên môn của đội ngũ quản lý và các giấy tờ khác theo quy định.

Sau thời gian nghiên cứu hồ sơ, UBCKNN sẽ thông báo kết quả về việc chấp thuận hay từ chối cấp phép cho thành lập CTCK.

Nếu được chấp thuận, trước khi khai trương, CTCK phải tiến hành công bố công bố công khai việc thành lập trên báo và các phương tiện thông tin khác. Nội dung công bố do UBCKNN quy định.

5.2.4. Nguyên tắc hoạt động của CTCK

CTCK hoạt động theo 2 nhóm nguyên tắc cơ bản đó là nhóm nguyên tắc mang tính đạo đức và nhóm nguyên tắc mang tính tài chính.

Nhóm nguyên tắc đạo đức:

- CTCK phải đảm bảo giao dịch trung thực và công bằng vì lợi ích của khách hàng.
- Kinh doanh có kỹ năng, tận tụy, có tinh thần trách nhiệm
- Ưu tiên thực hiện lệnh của khách hàng trước khi thực hiện lệnh của công ty.

- Có nghĩa vụ bảo mật cho khách hàng, không được tiết lộ các thông tin về tài khoản khách hàng khi chưa được khách hàng đồng ý bằng văn bản trừ khi có yêu cầu của các cơ quan quản lý nhà nước.

- CTCK khi thực hiện nghiệp vụ tư vấn phải cung cấp thông tin đầy đủ cho khách hàng và giải thích rõ ràng về các rủi ro mà khách hàng có thể phải gánh chịu, đồng thời họ không được khẳng định về lợi nhuận các khoản đầu tư mà họ tư vấn.

- CTCK không được phép nhận bất cứ khoản thù lao nào ngoài các khoản thù lao thông thường cho dịch vụ tư vấn của mình.

- Ở nhiều nước, các CTCK phải đóng góp tiền vào quỹ bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán để bảo vệ lợi ích khách hàng trong trường CTCK mất khả năng thanh toán.

- Nghiêm cấm thực hiện các giao dịch nội gián, các CTCK không được phép sử dụng các thông tin nội bộ để mua bán chứng khoán cho chính mình, gây thiệt hại đến lợi ích của khách hàng.

- Các CTCK không được tiến hành các hoạt động có thể làm cho khách hàng và công chúng hiểu lầm về giá cả, giá trị và bản chất của chứng khoán hoặc các hoạt động khác gây thiệt hại cho khách hàng.

Nhóm nguyên tắc tài chính:

- Đảm bảo các yêu cầu về vốn, cơ cấu vốn và nguyên tắc hạch toán, báo cáo theo quy định của UBCK Nhà nước. Đảm bảo nguồn tài chính trong cam kết kinh doanh chứng khoán với khách hàng.

- Công ty chứng khoán không được dùng tiền của khách hàng làm nguồn tài chính để kinh doanh, ngoại trừ trường hợp số tiền đó dùng phục vụ cho giao dịch của khách hàng.

- Công ty chứng khoán phải tách bạch tiền và chứng khoán của khách hàng với tài sản của mình. Công ty chứng khoán không được dùng chứng khoán của khách hàng làm vật thế chấp để vay vốn trừ trường hợp được khách hàng đồng ý bằng văn bản.

5.2.5. Cơ cấu tổ chức của CTCK

Cơ cấu tổ chức của công ty chứng khoán phụ thuộc vào loại hình nghiệp vụ chứng khoán mà công ty thực hiện cũng như quy mô hoạt động kinh doanh chứng khoán của nó. Tuy nhiên, chúng đều có đặc điểm chung là hệ thống các phòng ban chức năng được chia thành nhóm 2 khối khác nhau là khối nghiệp vụ và khối phụ trợ.

- **Khối nghiệp vụ** (front office) là khối thực hiện các giao dịch kinh doanh và dịch vụ chứng khoán. Khối này đem lại thu nhập cho công ty bằng cách đáp ứng nhu cầu của khách hàng và tạo ra các sản phẩm phù hợp với các nhu cầu đó. Tương ứng với các nghiệp vụ do khối này phụ trách sẽ có những bộ phận phòng, ban nhất định:

- + Phòng môi giới
- + Phòng tự doanh
- + Phòng bảo lãnh phát hành
- + Phòng quản lý danh mục đầu tư và quỹ đầu tư
- + Phòng tư vấn tài chính và đầu tư
- + Phòng kỹ quỹ

Tuy nhiên, căn cứ vào quy mô thị trường và sự chú trọng vào các nghiệp vụ mà công ty chứng khoán có thể chuyên sâu từng bộ phận hoặc tổng hợp các nghiệp vụ vào trong một bộ phận.

- **Khối phụ trợ** (back office) là khối không trực tiếp thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh, nhưng nó không thể thiếu được trong vận hành của công ty chứng khoán vì hoạt động của nó mang tính chất trợ giúp cho khối nghiệp vụ. Khối này, bao gồm các bộ phận sau:

- + Phòng nghiên cứu và phát triển
- + Phòng phân tích và thông tin thị trường
- + Phòng kế hoạch công ty
- + Phòng phát triển sản phẩm mới
- + Phòng công nghệ tin học
- + Phòng pháp chế

- + Phòng kế toán, thanh toán và kiểm soát nội bộ
- + Phòng ngân quỹ, ký quỹ
- + Phòng tổng hợp hành chính nhân sự

Ngoài sự phân biệt rõ ràng hai khối như vậy, do mức độ phát triển của công ty chứng khoán và thị trường chứng khoán mà có thể có thêm các bộ phận khác như: mạng lưới chi nhánh, văn phòng trong và ngoài nước, văn phòng đại lý...vv, hoặc các phòng ban liên quan đến các nghiệp vụ khác từ ngân hàng, bảo hiểm (tín dụng chứng khoán; bảo hiểm chứng khoán...).

5.2.6. Vai trò, chức năng của CTCK

Hoạt động của thị trường chứng khoán trước hết cần những người môi giới trung gian, đó là các công ty chứng khoán - một định chế tài chính trên thị trường chứng khoán, có nghiệp vụ chuyên môn, đội ngũ nhân viên lành nghề và bộ máy tổ chức phù hợp để thực hiện vai trò trung gian môi giới mua - bán chứng khoán, tư vấn đầu tư và thực hiện một số dịch vụ khác cho cả người đầu tư lẫn tổ chức phát hành.

Công ty chứng khoán là tác nhân quan trọng thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế nói chung và của thị trường chứng khoán nói riêng. Nhờ các công ty chứng khoán mà chứng khoán được lưu thông từ nhà phát hành tới người đầu tư và có tính thanh khoản, qua đó huy động nguồn vốn từ nơi nhàn rỗi để phân bổ vào những nơi sử dụng có hiệu quả.

Chức năng cơ bản của công ty chứng khoán:

- Tạo ra cơ chế huy động vốn linh hoạt giữa người có tiền nhàn rỗi đến người sử dụng vốn (thông qua cơ chế phát hành và bảo lãnh phát hành).
- Cung cấp cơ chế giá cả cho giao dịch (thông qua hệ thống khớp giá hoặc khớp lệnh).
- Tạo ra tính thanh khoản cho chứng khoán (hoán chuyển từ chứng khoán ra tiền mặt, và ngược lại từ tiền mặt ra chứng khoán một cách dễ dàng).
- Góp phần điều tiết và bình ổn thị trường (thông qua hoạt động tự doanh hoặc vai trò nhà tạo lập thị trường).

Vai trò của công ty chứng khoán:

Với những đặc điểm trên, công ty chứng khoán có vai trò quan trọng đối với những chủ thể khác nhau trên thị trường chứng khoán.

Đối với các tổ chức phát hành. Mục tiêu khi tham gia vào thị trường chứng khoán của các TCPH là huy động vốn thông qua việc phát hành các chứng khoán. Vì vậy, thông qua hoạt động đại lý phát hành, bảo lãnh phát hành, các công ty chứng khoán có vai trò tạo ra cơ chế huy động vốn phục vụ các nhà phát hành.

Một trong những nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán là nguyên tắc trung gian. Nguyên tắc này yêu cầu những nhà đầu tư và những nhà phát hành không được mua bán trực tiếp chứng khoán mà phải thông qua các trung gian mua bán. Các công ty chứng khoán sẽ thực hiện vai trò trung gian cho cả người đầu tư và nhà phát hành. Và khi thực hiện công việc này, công ty chứng khoán đã tạo ra cơ chế huy động vốn cho nền kinh tế thông qua thị trường chứng khoán.

Đối với các nhà đầu tư. Thông qua các hoạt động như môi giới, tư vấn đầu tư, quản lý danh mục đầu tư, công ty chứng khoán có vai trò làm giảm chi phí và thời gian giao dịch, do đó nâng cao hiệu quả các khoản đầu tư. Đối với hàng hoá thông thường, mua bán qua trung gian sẽ làm tăng chi phí cho người mua và người bán. Tuy nhiên, đối với thị trường chứng khoán, sự biến động thường xuyên của giá cả chứng khoán cũng như mức độ rủi ro cao sẽ làm cho những nhà đầu tư tốn kém chi phí, công sức và thời gian tìm hiểu thông tin trước khi quyết định đầu tư. Nhưng thông qua các công ty chứng khoán, với trình độ chuyên môn cao và uy tín nghề nghiệp sẽ giúp các nhà đầu tư thực hiện các khoản đầu tư một cách hiệu quả.

Đối với thị trường chứng khoán. Đối với thị trường chứng khoán, công ty chứng khoán thể hiện hai vai trò chính:

(1) Góp phần tạo lập giá cả, điều tiết thị trường. Giá cả chứng khoán là do thị trường quyết định. Tuy nhiên, để đưa ra mức giá cuối cùng, người mua và người bán phải thông qua các công ty chứng khoán vì họ không được tham gia trực tiếp vào quá trình mua bán. Các công ty chứng khoán là những

thành viên của thị trường, do vậy họ cũng góp phần tạo lập giá cả thị trường thông qua đấu giá. Trên thị trường sơ cấp, các công ty chứng khoán cùng với các nhà phát hành đưa ra mức giá đầu tiên. Chính vì vậy, giá cả của mỗi loại chứng khoán giao dịch đều có sự tham gia định giá của các công ty chứng khoán.

Các công ty chứng khoán còn thể hiện vai trò lớn hơn khi tham gia điều tiết thị trường. Để bảo vệ những khoản đầu tư của khách hàng và bảo vệ lợi ích của chính mình, nhiều công ty chứng khoán đã giành một tỷ lệ nhất định các giao dịch để thực hiện vai trò bình ổn thị trường.

(2) Góp phần làm tăng tính thanh khoản của các tài sản tài chính.

Thị trường chứng khoán có vai trò là môi trường làm tăng tính thanh khoản của các tài sản tài chính. Nhưng các công ty chứng khoán mới là người thực hiện tốt vai trò đó vì công ty chứng khoán tạo ra cơ chế giao dịch trên thị trường. Trên thị trường cấp 1, do thực hiện các hoạt động như bảo lãnh phát hành, chứng khoán hoá, các công ty chứng khoán không những huy động một lượng vốn lớn đưa vào sản xuất kinh doanh cho nhà phát hành mà còn làm tăng tính thanh khoản của các tài sản tài chính được đầu tư vì các chứng khoán qua đợt phát hành sẽ được mua bán giao dịch trên thị trường cấp 2. Điều này làm giảm rủi ro, tạo tâm lý yên tâm cho người đầu tư. Trên thị trường cấp 2, do thực hiện các giao dịch mua và bán các công ty chứng khoán giúp người đầu tư chuyển đổi chứng khoán thành tiền mặt và ngược lại. Những hoạt động đó có thể làm tăng tính thanh khoản của những tài sản tài chính.

Đối với các cơ quan quản lý thị trường. Công ty chứng khoán có vai trò cung cấp thông tin về thị trường chứng khoán cho các cơ quan quản lý thị trường để thực hiện mục tiêu đó. Các công ty chứng khoán thực hiện được vai trò này bởi vì họ vừa là người bảo lãnh phát hành cho các chứng khoán mới, vừa là trung gian mua bán chứng khoán và thực hiện các giao dịch trên thị trường. Một trong những yêu cầu của thị trường chứng khoán là các thông tin cần phải được công khai hoá dưới sự giám sát của các cơ quan quản lý thị trường. Việc cung cấp thông tin vừa là quy định của hệ thống luật pháp, vừa là nguyên tắc nghề nghiệp của các công ty chứng khoán vì công ty

chứng khoán cần phải minh bạch và công khai trong hoạt động. Các thông tin công ty chứng khoán có thể cung cấp bao gồm thông tin về các giao dịch mua, bán trên thị trường, thông tin về các cổ phiếu, trái phiếu và tổ chức phát hành, thông tin về các nhà đầu tư v.v. . Nhờ các thông tin này, các cơ quan quản lý thị trường có thể kiểm soát và chống các hiện tượng thao túng, lũng đoạn, bóp méo thị trường.

Tóm lại, công ty chứng khoán là một tổ chức chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán, có vai trò cần thiết và quan trọng đối với các nhà đầu tư, các nhà phát hành đối với các cơ quan quản lý thị trường và đối với thị trường chứng khoán nói chung. Những vai trò này được thể hiện thông qua các nghiệp vụ hoạt động của công ty chứng khoán.

5.3. CÁC NGHIỆP VỤ CỦA CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

5.3.1. Các nghiệp vụ chính

5.3.1.1. Nghiệp vụ môi giới chứng khoán

Môi giới chứng khoán là hoạt động trung gian hoặc đại diện mua, bán chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng. Theo đó, công ty chứng khoán đại diện cho khách hàng tiến hành giao dịch thông qua cơ chế giao dịch tại SGDCK hoặc thị trường OTC mà chính khách hàng phải chịu trách nhiệm đối với kết quả giao dịch của mình.

Thông qua hoạt động môi giới, công ty chứng khoán sẽ chuyển đến khách hàng các sản phẩm, dịch vụ tư vấn đầu tư và kết nối giữa nhà đầu tư bán chứng khoán với nhà đầu tư mua chứng khoán. Và trong những trường hợp nhất định, hoạt động môi giới sẽ trở thành người bạn, người chia sẻ những lo âu, căng thẳng và đưa ra những lời động viên kịp thời cho nhà đầu tư, giúp nhà đầu tư có những quyết định tỉnh táo.

Xuất phát từ yêu cầu trên, nghề môi giới đòi hỏi phải có những phẩm chất, tư cách đạo đức, kỹ năng mẫn cán trong công việc và với thái độ công tâm, cung cấp cho khách hàng những dịch vụ tốt nhất. Nhà môi giới không được xúi dục khách hàng mua, bán chứng khoán để kiếm hoa hồng, mà nên đưa ra những lời khuyên hợp lý để hạn chế đến mức thấp nhất về thiệt hại cho khách hàng.

Kỹ năng của người môi giới chứng khoán được thể hiện trên các khía cạnh*:

- *Kỹ năng truyền đạt thông tin:* Phẩm chất hay thái độ của người môi giới đối với công việc, với bản thân và với khách hàng được truyền đạt rõ ràng tới hầu hết các khách hàng mà người môi giới thực hiện giao dịch. Để thành công trong việc bán hàng (cung ứng dịch vụ mua, bán) người môi giới phải đặt khách hàng lên trên hết và doanh thu của mình là yếu tố thứ yếu. Đây là điểm then chốt trong hoạt động dịch vụ tài chính và phải được thể hiện ngay từ khi tiếp xúc với khách hàng.

- *Kỹ năng tìm kiếm khách hàng:* có nhiều phương pháp để tìm kiếm khách hàng, nhưng tựu trung có thể được gộp vào nhóm 6 phương cách sau: những đầu mối được gây dựng từ công ty hoặc các tài khoản chuyển nhượng lại; những lời giới thiệu khách hàng; mạng lưới kinh doanh; các chiến dịch viết thư; các cuộc hội thảo; gọi điện làm quen.

- *Kỹ năng khai thác thông tin:* một trong những nguyên tắc trong hành nghề môi giới là phải hiểu khách hàng, biết được khả năng tài chính, mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng. Ngoài ra nó còn giúp cho nhà môi giới tăng được khối lượng tài sản quản lý, có chiến lược khách hàng thích hợp.

5.3.1.2. Nghiệp vụ tự doanh

Tự doanh là việc công ty chứng khoán tự tiến hành các giao dịch mua, bán chứng khoán cho chính mình. Hoạt động tự doanh của công ty chứng khoán được thực hiện thông qua cơ chế giao dịch trên SGDCK hoặc thị trường OTC. Tại một số thị trường vận hành theo cơ chế khớp giá (quote driven) hoạt động tự doanh của công ty chứng khoán được thực hiện thông qua hoạt động tạo lập thị trường. Lúc này, công ty chứng khoán đóng vai trò là nhà tạo lập thị trường, nắm giữ một số lượng chứng khoán nhất định của một số loại chứng khoán và thực hiện mua bán chứng khoán với các khách hàng để hưởng chênh lệch giá.

Mục đích của hoạt động tự doanh là nhằm thu lợi nhuận cho chính công ty thông qua hành vi mua, bán chứng khoán với khách hàng. Nghiệp vụ này hoạt động song hành với nghiệp vụ môi giới, vừa phục vụ lệnh giao dịch cho khách hàng đồng thời cũng phục vụ cho chính mình, vì vậy trong quá trình

hoạt động có thể dẫn đến xung đột lợi ích giữa thực hiện giao dịch cho khách hàng và cho bản thân công ty. Do đó, luật pháp của các nước đều yêu cầu tách biệt rõ ràng giữa các nghiệp vụ môi giới và tự doanh, công ty chứng khoán phải ưu tiên thực hiện lệnh của khách hàng trước khi thực hiện lệnh của mình. Thậm chí luật pháp ở một số nước còn quy định có 2 loại hình công ty chứng khoán là công ty môi giới chứng khoán chỉ làm chức năng môi giới và công ty chứng khoán có chức năng tự doanh.

Khác với nghiệp vụ môi giới, công ty chứng khoán chỉ làm trung gian thực hiện lệnh cho khách hàng để hưởng hoa hồng, trong hoạt động tự doanh công ty chứng khoán kinh doanh bằng chính nguồn vốn của công ty. Vì vậy, công ty chứng khoán đòi hỏi phải có nguồn vốn rất lớn và đội ngũ nhân viên có trình độ chuyên môn, khả năng phân tích và đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý, đặc biệt trong trường hợp đóng vai trò là các nhà tạo lập thị trường.

Yêu cầu đối với công ty chứng khoán

- *Tách biệt quản lý*: các công ty chứng khoán phải có sự tách biệt giữa nghiệp vụ tự doanh và nghiệp vụ môi giới để đảm bảo tính minh bạch, rõ ràng trong hoạt động. Sự tách biệt này bao gồm tách biệt về: yếu tố con người; quy trình nghiệp vụ; vốn và tài sản của khách hàng và công ty.

- *Ưu tiên khách hàng*: công ty chứng khoán phải tuân thủ nguyên tắc ưu tiên khách hàng khi thực hiện nghiệp vụ tự doanh. Điều đó có nghĩa là lệnh giao dịch của khách hàng phải được xử lý trước lệnh tự doanh của công ty. Nguyên tắc này đảm bảo sự công bằng cho các khách hàng trong quá trình giao dịch chứng khoán. Do có tính đặc thù về khả năng tiếp cận thông tin và chủ động trên thị trường nên các công ty chứng khoán có thể sẽ dự đoán trước được diễn biến của thị trường và sẽ mua hoặc bán tranh của khách hàng nếu không có nguyên tắc trên.

- *Góp phần bình ổn thị trường*: Các công ty chứng khoán hoạt động tự doanh nhằm góp phần bình ổn giá cả thị trường. Trong trường hợp này, hoạt động tự doanh được tiến hành bắt buộc theo luật định. Luật các nước đều quy định các công ty chứng khoán phải dành một tỷ lệ % nhất định các giao dịch của mình (ở Mỹ là 60%) cho hoạt động bình ổn thị trường. Theo đó,

các công ty chứng khoán có nghĩa vụ mua vào khi giá chứng khoán bị giảm và bán ra khi giá chứng khoán lên nhằm giữ giá chứng khoán ổn định.

- *Hoạt động tạo thị trường*: khi được phát hành, các chứng khoán mới chưa có thị trường giao dịch. Để tạo thị trường cho các chứng khoán này, các công ty chứng khoán thực hiện tự doanh thông qua việc mua và bán chứng khoán, tạo tính thanh khoản trên thị trường cấp hai. Trên những thị trường chứng khoán phát triển, các nhà tạo lập thị trường (Market - Makers) sử dụng nghiệp vụ mua bán chứng khoán trên thị trường OTC để tạo thị trường. Theo đó, họ liên tục có những báo giá để mua hoặc bán chứng khoán với các nhà kinh doanh chứng khoán khác. Như vậy, họ sẽ duy trì một thị trường liên tục đối với chứng khoán mà họ kinh doanh.

Các hình thức giao dịch trong hoạt động tự doanh:

Giao dịch gián tiếp: Công ty chứng khoán đặt các lệnh mua và bán chứng khoán trên Sở giao dịch, lệnh của họ có thể thực hiện với bất kỳ khách hàng nào không được xác định trước.

Giao dịch trực tiếp: Là giao dịch tay đôi giữa hai công ty chứng khoán hay giữa công ty chứng khoán với một khách hàng thông qua thương lượng. Đối tượng của các giao dịch trực tiếp là các loại chứng khoán đăng ký giao dịch ở thị trường OTC.

5.3.1.3. Nghiệp vụ bảo lãnh phát hành

Để thực hiện thành công các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng, đòi hỏi tổ chức phát hành phải cần đến các công ty chứng khoán tư vấn cho đợt phát hành và thực hiện bảo lãnh, phân phối chứng khoán ra công chúng. Đây chính là nghiệp vụ bảo lãnh phát hành của các công ty chứng khoán và là nghiệp vụ chiếm tỷ lệ doanh thu khá cao trong tổng doanh thu của công ty chứng khoán.

Như vậy, nghiệp vụ bảo lãnh phát hành là việc công ty chứng khoán có chức năng bảo lãnh (sau đây gọi tắt là tổ chức bảo lãnh -TCBL) giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, tổ chức việc phân phối chứng khoán và giúp bình ổn giá chứng khoán trong giai đoạn đầu sau khi phát hành. Trên thị trường chứng khoán, tổ chức bảo lãnh phát hành không chỉ có công ty chứng khoán mà còn bao gồm các định chế

tài chính khác như ngân hàng đầu tư, nhưng thông thường việc công ty chứng khoán nhận bảo lãnh phát hành thường kèm luôn việc phân phối chứng khoán, còn các ngân hàng đầu tư thường đứng ra nhận bảo lãnh phát hành (hoặc thành lập tổ hợp bảo lãnh phát hành) sau đó chuyển phân phối chứng khoán cho các công ty chứng khoán tự doanh hoặc các thành viên khác.

Hoạt động bảo lãnh phát hành của công ty chứng khoán được thể hiện trên sơ đồ 5-2.

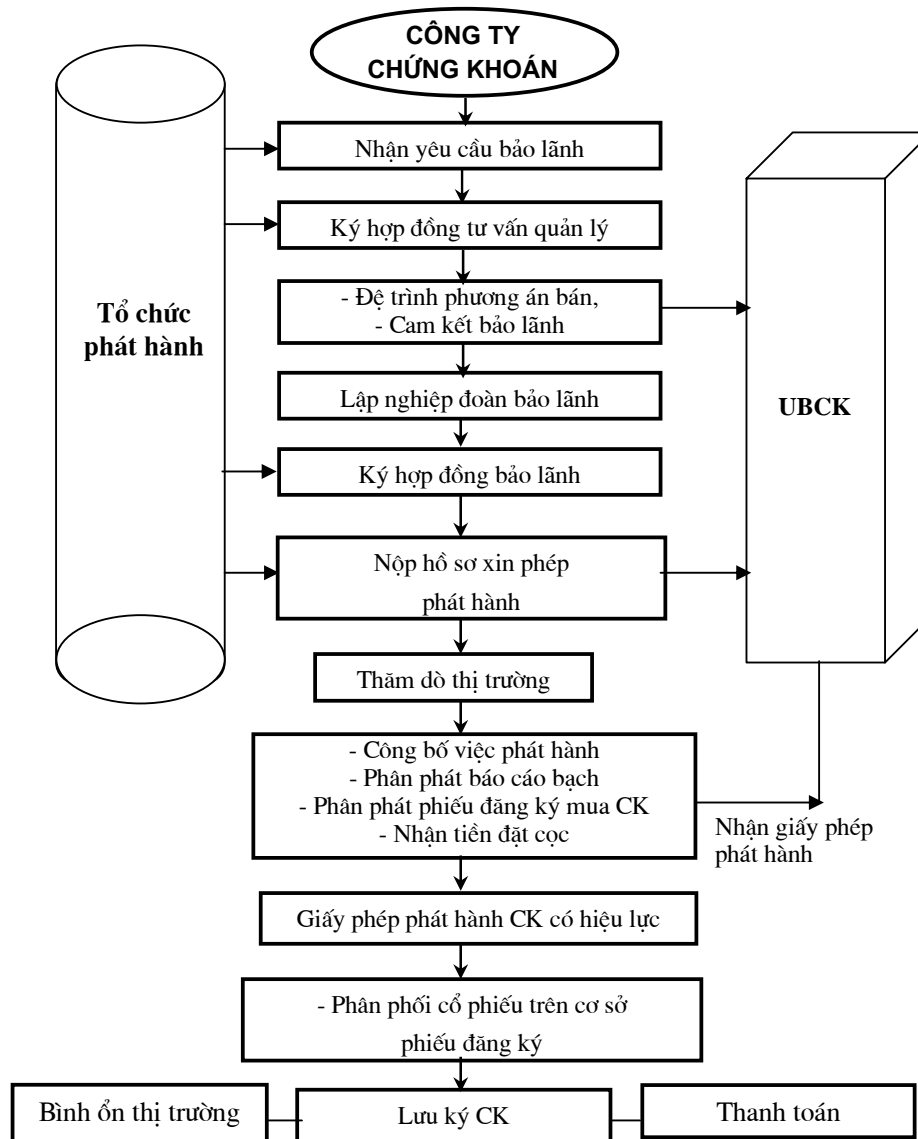
Khi một tổ chức muốn phát hành chứng khoán, tổ chức đó gửi yêu cầu bảo lãnh phát hành đến công ty chứng khoán. Công ty chứng khoán có thể sẽ ký một hợp đồng tư vấn quản lý để tư vấn cho tổ chức phát hành về loại chứng khoán cần phát hành, số lượng chứng khoán cần phát hành, định giá chứng khoán và phương thức phân phối chứng khoán đến các nhà đầu tư thích hợp. Để được phép bảo lãnh phát hành, công ty chứng khoán phải đệ trình một phương án bán và cam kết bảo lãnh lên Ủy ban chứng khoán. Khi các nội dung cơ bản của phương án phát hành được Ủy ban chứng khoán thông qua, công ty chứng khoán có thể trực tiếp ký hợp đồng bảo lãnh hoặc thành lập nghiệp đoàn bảo lãnh để ký hợp đồng bảo lãnh giữa nghiệp đoàn và tổ chức phát hành.

Khi Ủy ban chứng khoán cho phép phát hành chứng khoán và đến thời hạn giấy phép phát hành có hiệu lực, công ty chứng khoán (hoặc nghiệp đoàn bảo lãnh) thực hiện phân phối chứng khoán. Các hình thức phân phối chứng khoán chủ yếu là:

- Bán riêng cho các tổ chức đầu tư tập thể, các quỹ đầu tư, quỹ bảo hiểm, quỹ hưu trí.
- Bán trực tiếp cho các cổ đông hiện thời hay những nhà đầu tư có quan hệ với tổ chức phát hành.
- Bán rộng rãi ra công chúng

Đến đúng ngày theo hợp đồng, công ty bảo lãnh phát hành phải giao tiền bán chứng khoán cho tổ chức phát hành. Số tiền phải thanh toán là giá trị chứng khoán phát hành trừ đi phí bảo lãnh.

Sơ đồ 5-2: Quy trình của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán



5.3.1.4. Nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư

Đây là nghiệp vụ quản lý vốn uỷ thác của khách hàng để đầu tư vào chứng khoán thông qua danh mục đầu tư nhằm sinh lợi cho khách hàng trên cơ sở tăng lợi nhuận và bảo toàn vốn cho khách hàng. Quản lý danh mục đầu tư là một dạng nghiệp vụ tư vấn mang tính chất tổng hợp có kèm theo đầu tư, khách hàng uỷ thác tiền cho công ty chứng khoán thay mặt mình quyết định đầu tư theo một chiến lược hay những nguyên tắc đã được khách hàng chấp thuận hoặc yêu cầu (mức lợi nhuận kỳ vọng; rủi ro có thể chấp nhận...vv).

Quy trình của nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư có thể được khái quát bao gồm các bước như sau:

- *Xúc tiến tìm hiểu và nhận quản lý:* công ty chứng khoán và khách hàng tiếp xúc và tìm hiểu về khả năng tài chính, chuyên môn từ đó đưa ra các yêu cầu về quản lý vốn uỷ thác.

- *Ký hợp đồng quản lý:* CTCK ký hợp đồng quản lý giữa khách hàng và công ty theo các yêu cầu, nội dung về vốn, thời gian uỷ thác, mục tiêu đầu tư, quyền và trách nhiệm của các bên, phí quản lý danh mục đầu tư.

- *Thực hiện hợp đồng quản lý:* công ty chứng khoán thực hiện đầu tư vốn uỷ thác của khách hàng theo các nội dung đã được cam kết và phải đảm bảo tuân thủ các quy định về quản lý vốn, tài sản tách biệt giữa khách hàng và chính công ty.

- *Kết thúc hợp đồng quản lý:* khách hàng có nghĩa vụ thanh toán các khoản phí quản lý theo hợp đồng ký kết và xử lý các trường hợp khi công ty chứng khoán bị ngưng hoạt động, giải thể hoặc phá sản.

5.3.1.5. Nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán

Cũng như các loại hình tư vấn khác, tư vấn đầu tư chứng khoán là việc công ty chứng khoán thông qua hoạt động phân tích để đưa ra các lời khuyên, phân tích các tình huống và có thể thực hiện một số công việc dịch vụ khác liên quan đến phát hành, đầu tư và cơ cấu tài chính cho khách hàng.

Hoạt động tư vấn chứng khoán được phân loại theo các tiêu chí sau:

- *Theo hình thức của hoạt động tư vấn:* bao gồm tư vấn trực tiếp (gặp gỡ khách hàng trực tiếp hoặc thông qua thư từ, điện thoại) và tư vấn gián tiếp (thông qua các ấn phẩm, sách báo) để tư vấn cho khách hàng.

- *Theo mức độ uỷ quyền của tư vấn:* bao gồm tư vấn gợi ý (gợi ý cho khách hàng về phương cách đầu tư hợp lý, quyết định đầu tư là của khách hàng) và tư vấn uỷ quyền (vừa tư vấn vừa quyết định theo sự phân cấp, uỷ quyền thực hiện của khách hàng).

- *Theo đối tượng của hoạt động tư vấn:* bao gồm tư vấn cho người phát hành (tư vấn cho tổ chức dự kiến phát hành: cách thức, hình thức phát hành, xây dựng hồ sơ, bản cáo bạch...và giúp tổ chức phát hành trong việc lựa chọn tổ chức bảo lãnh, phân phối chứng khoán) và tư vấn đầu tư (tư vấn cho khách hàng đầu tư chứng khoán trên thị trường thứ cấp về giá, thời gian, định hướng đầu tư vào các loại chứng khoán...vv).

Nguyên tắc cơ bản của hoạt động tư vấn:

Hoạt động tư vấn là việc người tư vấn sử dụng kiến thức, đó chính là vốn chất xám mà họ đã bỏ ra để kinh doanh nhằm đem lại lợi nhuận (hiệu quả) cho khách hàng. Nhà tư vấn đòi hỏi phải hết sức thận trọng trong việc đưa ra các lời khuyên đối với khách hàng, vì với lời khuyên đó khách hàng có thể thu về lợi nhuận lớn hoặc thua lỗ, thậm chí phá sản, còn người tư vấn thu về cho mình khoản thu phí về dịch vụ tư vấn (bất kể tư vấn đó thành công hay không). Hoạt động tư vấn đòi hỏi phải tuân thủ một số nguyên tắc cơ bản sau:

- *Không đảm bảo chắc chắn về giá trị chứng khoán:* giá trị chứng khoán không phải là một số cố định, nó luôn thay đổi theo các yếu tố kinh tế, tâm lý và diễn biến thực tiễn của thị trường.

- *Luôn nhắc nhở khách hàng rằng những lời tư vấn của mình dựa trên cơ sở phân tích các yếu tố lý thuyết và những diễn biến trong quá khứ, có thể là không hoàn toàn chính xác và khách hàng là người quyết định cuối cùng*

trong việc sử dụng các thông tin từ nhà tư vấn để đầu tư, nhà tư vấn sẽ không chịu trách nhiệm về những thiệt hại kinh tế do lời khuyên đưa ra.

- *Không được dụ dỗ, mời chào khách hàng mua hay bán một loại chứng khoán nào đó, những lời tư vấn phải được xuất phát từ những cơ sở khách quan là quá trình phân tích, tổng hợp một các khoa học, logic các vấn đề nghiên cứu.*

5.3.2. Các nghiệp vụ phụ trợ

a. Lưu ký chứng khoán: Là việc lưu giữ, bảo quản chứng khoán của khách hàng thông qua các tài khoản lưu ký chứng khoán. Đây là quy định bắt buộc trong giao dịch chứng khoán, bởi vì giao dịch chứng khoán trên thị trường tập trung là hình thức giao dịch ghi sổ, khách hàng phải mở tài khoản lưu ký chứng khoán tại các công ty chứng khoán (nếu chứng khoán phát hành dưới hình thức ghi sổ) hoặc ký gửi các chứng khoán (nếu phát hành dưới hình thức chứng chỉ vật chất). Khi thực hiện dịch vụ lưu ký chứng khoán cho khách hàng, công ty chứng khoán sẽ nhận được các khoản thu phí lưu ký chứng khoán, phí gửi, phí rút và phí chuyển nhượng chứng khoán.

b. Quản lý thu nhập của khách hàng (quản lý cổ tức): xuất phát từ việc lưu ký chứng khoán cho khách hàng, công ty chứng khoán sẽ theo dõi tình hình thu lãi, cổ tức của chứng khoán và đứng ra làm dịch vụ thu nhận và chi trả cổ tức cho khách hàng thông qua tài khoản của khách hàng.

c. Nghiệp vụ tín dụng: Đối với các thị trường chứng khoán phát triển, bên cạnh nghiệp vụ môi giới chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng, công ty chứng khoán còn triển khai dịch vụ cho vay chứng khoán để khách hàng thực hiện giao dịch bán khống (short sale) hoặc cho khách hàng vay tiền để khách hàng thực hiện nghiệp vụ mua ký quỹ (margin purchase).

Cho vay ký quỹ là hình thức cấp tín dụng của công ty chứng khoán cho khách hàng của mình để họ mua chứng khoán và sử dụng các chứng khoán đó làm vật thế chấp cho khoản vay đó. Khách hàng chỉ cần ký quỹ một phần, số còn lại sẽ do công ty chứng khoán ứng trước tiền thanh toán. Đến kỳ hạn

thoả thuận, khách hàng phải hoàn trả đủ số gốc vay cùng với lãi cho công ty chứng khoán. Trường hợp khách hàng không trả được nợ, thì công ty sẽ phát mãi số chứng khoán đã mua để thu hồi nợ.

d. Nghiệp vụ quản lý quỹ: ở một số thị trường chứng khoán, pháp luật về thị trường chứng khoán còn cho phép công ty chứng khoán được thực hiện nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư. Theo đó, công ty chứng khoán cử đại diện của mình để quản lý quỹ và sử dụng vốn và tài sản của quỹ đầu tư để đầu tư vào chứng khoán. Công ty chứng khoán được thu phí dịch vụ quản lý quỹ đầu tư.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Trình bày các mô hình tổ chức kinh doanh chứng khoán.. Việt Nam đang áp dụng mô hình nào và tại sao?
2. Các loại hình tổ chức của công ty chứng khoán (CTCK). Liên hệ thực tiễn Việt Nam?
3. Bình luận về điều kiện và thủ tục thành lập CTCK ở Việt Nam hiện nay?
4. Nguyên tắc hoạt động của CTCK. Liên hệ thực tiễn áp dụng các nguyên tắc này của các CTCK Việt Nam?
5. Trình bày tóm tắt các nghiệp vụ chính của một CTCK? Liên hệ thực tiễn hoạt động của các CTCK Việt Nam hiện nay?

* Xem thêm *Giáo trình nghiệp vụ môi giới*, Khoa Ngân hàng - Tài chính, ĐH.KTQD

CHƯƠNG 6

CÁC GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

6.1. HỆ THỐNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

6.1.1. Hệ thống giao dịch đấu giá theo lệnh và đấu giá theo giá*

Hệ thống giao dịch đấu giá theo giá (Price-driven system) là hệ thống giao dịch có sự xuất hiện của những nhà tạo lập thị trường (market makers/dealers) cho một số loại chứng khoán nào đó. Những nhà tạo lập thị trường có nghĩa vụ chào các mức giá mua và bán tốt nhất. Giao dịch trong thị trường khớp giá được thực hiện giữa một bên là người đầu tư và một bên là nhà tạo lập thị trường. Giá thực hiện được xác định trên cơ sở cạnh tranh giữa những người tạo thị trường, người đầu tư chỉ cần lựa chọn mức giá phù hợp (thay vì đặt lệnh giao dịch). Những người tạo thị trường được hưởng phần chênh lệch (spread) giữa giá mua và giá bán trong các giao dịch.

Hệ thống giao dịch đấu giá theo giá (khớp giá) có những ưu điểm và hạn chế nhất định. Ưu điểm của hệ thống giao dịch khớp giá là có tính thanh khoản và ổn định cao. Tuy nhiên, hệ thống những người tạo thị trường đóng vai trò tăng cường tính thanh khoản của thị trường, song cũng có thể bóp méo cơ chế xác lập giá trên thị trường và tăng chi phí giao dịch của người đầu tư. Việc sử dụng hệ thống khớp giá đòi hỏi phải có những định chế tài chính đủ mạnh về vốn cũng như kỹ năng đầu tư chuyên nghiệp đảm nhiệm vai trò của những người tạo thị trường. Nhìn chung, thị trường khớp giá vận hành rất phức tạp, vì vậy, không được áp dụng ở các thị trường mới hình thành. Bên cạnh đó, trong hệ thống này luôn tiềm ẩn hành vi giao dịch không công bằng của những người tạo thị trường do họ có được những đặc

* Tham khảo *Giáo trình những vấn đề cơ bản về chứng khoán và TTCK* của UBCKNN và các sách dịch.

quyền về thông tin thị trường. Vấn đề quản lý đối với thị trường khớp giá là một trong những lý do khiến cho các SGDCK thiên về lựa chọn hệ thống khớp lệnh cho hệ thống giao dịch.

Hệ thống giao dịch đấu giá theo lệnh (order-driven system): là hệ thống giao dịch trong đó lệnh giao dịch của người đầu tư được khớp trực tiếp với nhau không có sự tham gia của người tạo lập thị trường. Mức giá thực hiện là mức giá thoả mãn cả bên mua và bên bán. Giá thực hiện được xác định trên cơ sở cạnh tranh (đấu giá) giữa những người đầu tư. Người đầu tư phải trả một khoản phí môi giới cho công ty chứng khoán (theo tỷ lệ quy định hoặc thoả thuận). Khoản phí môi giới này nhìn chung thấp hơn so với phí trên thị trường khớp giá.

Hệ thống giao dịch khớp lệnh hiện nay được các SGDCK trên thế giới áp dụng rộng rãi do có những ưu việt hơn so với hệ thống đấu giá theo giá.

Trước hết, quá trình xác lập giá được thực hiện một cách hiệu quả. Tất cả các lệnh mua và bán cạnh tranh với nhau, qua đó người đầu tư có thể giao dịch tại mức giá tốt nhất. Thêm vào đó, do không có sự hiện diện của những nhà tạo lập thị trường nên hệ thống đảm bảo tính minh bạch của thị trường do lệnh giao dịch của nhà đầu tư được thực hiện theo những quy tắc ghép lệnh.

Đồng thời, bằng cách theo dõi thông tin được công bố, người đầu tư có thể đưa ra những quyết định kịp thời trước tình hình diễn biến của thị trường. Cuối cùng, một trong những ưu điểm khác của hệ thống khớp lệnh là chi phí giao dịch thấp, kỹ thuật giao dịch đơn giản, dễ theo dõi và kiểm tra và giám sát.

Tuy nhiên, hệ thống giao dịch đấu giá theo lệnh có nhược điểm là giá cả dễ biến động khi có sự mất cân đối cung cầu, khả năng thanh toán và linh hoạt không cao.

6.1.2. Khớp lệnh định kỳ và khớp lệnh liên tục

Có hai phương thức ghép lệnh trên hệ thống đấu giá theo lệnh, đó là khớp lệnh liên tục và khớp lệnh định kỳ.

Khớp lệnh liên tục (continuous auction) là phương thức giao dịch được thực hiện liên tục khi có các lệnh đối ứng được nhập vào hệ thống.

Ưu điểm của hình thức khớp lệnh liên tục:

- Giá cả phản ánh tức thời các thông tin trên thị trường. Hệ thống cung cấp mức giá liên tục của chứng khoán, từ đó tạo điều kiện cho nhà đầu tư tham gia thị trường một cách năng động và thường xuyên vì nhà đầu tư có thể ngay lập tức thực hiện được lệnh hoặc nếu không cũng sẽ nhận được phản hồi từ thị trường một cách nhanh nhất để kịp thời điều chỉnh các quyết định đầu tư tiếp sau.

- Khối lượng giao dịch lớn, tốc độ giao dịch nhanh, vì vậy, hình thức khớp lệnh này phù hợp với các thị trường có khối lượng giao dịch lớn và sôi động.

- Hạn chế được chênh lệch giữa giá lệnh mua và lệnh bán, từ đó thúc đẩy các giao dịch xảy ra thường xuyên và liên tục.

Nhược điểm của hình thức khớp lệnh liên tục:

- Hình thức khớp lệnh liên tục chỉ tạo ra mức giá cho một giao dịch điển hình chứ không phải là tổng hợp các giao dịch.

Khớp lệnh định kỳ (call auction) là phương thức giao dịch dựa trên cơ sở tập hợp tất cả các lệnh mua và bán trong một khoảng thời gian nhất định, sau đó khi đến giờ chốt giá giao dịch, giá chứng khoán được khớp tại mức giá đảm bảo thực hiện được khối lượng giao dịch là lớn nhất (khối lượng mua và bán nhiều nhất).

Trong trường hợp có nhiều mức giá cho khối lượng giao dịch là lớn nhất và bằng nhau thì sẽ lựa chọn mức giá gần với mức giá đóng cửa của phiên giao dịch ngày hôm trước làm giá giao dịch. Trường hợp đặc biệt, khi có 2 mức giá cho khối lượng giao dịch là lớn nhất và giá đóng cửa của phiên giao dịch trước ở giữa 2 mức giá thì tùy theo từng SGDCK sẽ lựa chọn mức giá cao hơn hoặc mức giá có chênh lệch khối lượng mua bán thấp nhất làm giá giao dịch. Việc lựa chọn mức giá giao dịch như trên nhằm đảm bảo tính ổn

định và liên tục theo đúng nguyên tắc, mục đích tổ chức và vận hành của thị trường chứng khoán.

Ví dụ: Trong khoảng thời gian từ 9h00-9h55 phút, tại SGDCK, nhà môi giới tập hợp các lệnh mua và lệnh bán của chứng khoán xyz. Để đơn giản hoá, chúng ta giả sử các lệnh mua và bán đều là các lệnh thị trường và lệnh giới hạn. Trong khoảng thời gian nhận lệnh, chúng ta có bảng tổng kết đối với chứng khoán xyz như sau:

Mua			Giá	Bán		
Mã số KH	Số lượng	Tích lũy		Tích lũy	Số lượng	Mã số KH
M001	250	250	Thị trường			
M002	150	400	100.000	1900	250	B009
	-	400	90.000	1650	300	B008
M003	200	600	85.000	1350	250	B007
M004	300	900	80.000	1100	200	B006
M005	250	1150	75.000	900	50	B005
M006	150	1300	73.000	850	150	B004
M007	300	1600	70.000	700	200	B003
M008	200	1800	65.000	500	-	
M009	300	2100	60.000	500	300	B002
			Thị trường	200	200	B001

Theo ví dụ trên, có 2 mức giá (80.000 đồng và 75.000 đồng) cho khối lượng giao dịch lớn nhất và bằng nhau (900 cổ phiếu). Vì vậy, nếu phiên đóng cửa trước, giá giao dịch là 70.000 đồng/cổ phiếu, thì mức giá 75.000 đồng là mức giá giao dịch.

Trong trường hợp, giá đóng cửa ngày hôm trước là 77.500 đồng/cổ phiếu thì tùy theo từng SGDCK sẽ lựa chọn mức giá cao hơn (80.000) hoặc mức giá có chênh lệch mua bán ít hơn làm giá giao dịch.

Khớp lệnh định kỳ là phương thức phù hợp nhằm xác lập mức giá cân bằng trên thị trường. Do lệnh giao dịch của nhà đầu tư được tập hợp trong một khoảng thời gian nhất định nên khớp lệnh định kỳ có thể ngăn chặn được những đột biến về giá thường xuất hiện dưới ảnh hưởng của lệnh giao dịch có khối lượng lớn hoặc thừa thớt. Phương thức này cũng rất hữu hiệu trong việc giảm thiểu những biến động về giá nảy sinh từ tình trạng giao dịch bất thường, tạo sự ổn định giá cần thiết trên thị trường. Tuy nhiên, giá chứng khoán được xác lập theo phương thức khớp lệnh định kỳ không phản ánh tức thời thông tin thị trường và hạn chế cơ hội tham gia giao dịch của người đầu tư. Khớp lệnh định kỳ thường được các SGDCK sử dụng để xác định giá mở cửa, đóng cửa hoặc giá chứng khoán được phép giao dịch lại sau một thời gian tạm ngưng giao dịch.

Trong thực tế, các SGDCK áp dụng hệ thống giao dịch ghép lệnh thường kết hợp cả 2 hình thức: khớp lệnh định kỳ và khớp lệnh liên tục. Khớp lệnh định kỳ được áp dụng để xác định giá mở cửa, giá giữa các phiên (quy định thời điểm nhất định) và giá đóng cửa. Trong khoảng thời gian từ mở cửa đến đóng cửa sẽ áp dụng hình thức khớp lệnh liên tục.

6.1.3. Thời gian giao dịch

Các giao dịch chứng khoán trên SGDCK thường được tổ chức dưới dạng phiên giao dịch (sáng; chiều) hoặc phiên liên tục (từ sáng qua trưa đến chiều). Yếu tố quyết định thời gian giao dịch là quy mô của thị trường chứng khoán, đặc biệt là tính thanh khoản của thị trường. Ngày nay, xu thế quốc tế hoá thị trường chứng khoán phát triển đã cho phép nhà đầu tư mua, bán chứng khoán thông qua hệ thống giao dịch trực tuyến, và do các múi giờ chênh lệch nhau, nên các SGDCK đang có xu hướng giao dịch 24/24h trong ngày.

Tại hầu hết các SGDCK trên thế giới, giao dịch chứng khoán thường diễn ra trong các ngày làm việc trong tuần. Cũng có nơi, do thị trường nhỏ bé và kém tính thanh khoản nên thực hiện giao dịch một phiên hoặc giao dịch cách ngày. Tuy nhiên, việc giao dịch cách ngày cùng với chu kỳ thanh toán kéo dài có thể ảnh hưởng lớn đến tính thanh khoản của thị trường, làm chậm cơ hội đầu tư và vòng quay tài chính.

6.1.4. Loại giao dịch

Giao dịch chứng khoán có thể được phân loại dựa trên thời gian thanh toán và tính chất của các giao dịch thành: giao dịch thông thường; giao dịch giao ngay; giao dịch kỳ hạn; giao dịch tương lai và giao dịch quyền chọn.

- **Giao dịch thông thường (regular transaction)** là các giao dịch phổ biến trên thị trường chứng khoán. Sau khi giao dịch chứng khoán diễn ra, xử lý thanh toán sau giao dịch là một quá trình phức tạp và đòi hỏi phải có thời gian. Tuy nhiên, theo khuyến cáo của nhóm G-30, chuẩn mực cho chu kỳ thanh toán thông thường là T+3. Việc rút ngắn chu kỳ thanh toán có ý nghĩa quan trọng trong việc thu hút nhà đầu tư. Ngoài ra, chu kỳ thanh toán càng được rút ngắn thì rủi ro thanh toán càng được giảm thiểu.

- **Giao dịch đặc biệt (special transaction)** là các giao dịch có tính chất đặc biệt, bao gồm: giao dịch các cổ phiếu mới niêm yết; giao dịch trong trường hợp tách gộp cổ phiếu; giao dịch lô lớn (giao dịch khối); giao dịch lô lẻ; giao dịch không được hưởng cổ tức; giao dịch ký quỹ (giao dịch bảo chứng); giao dịch bán khống.

- **Giao dịch giao ngay (cash transaction)** là loại giao dịch được thanh toán ngay trong ngày giao dịch (ngày T). Loại giao dịch này hầu như không có rủi ro thanh toán vì quá trình thanh toán được thực hiện ngay sau khi giao dịch diễn ra. Giao dịch giao ngay thường được áp dụng ở một số thị trường có hệ thống thanh toán tiên tiến và chủ yếu đối với giao dịch trái phiếu.

- **Giao dịch kỳ hạn (forward transaction)** là loại giao dịch được thanh toán vào một ngày cố định được xác định trước trong tương lai hoặc theo sự thoả thuận giữa hai bên mua và bán, hiện nay loại hình giao dịch này hầu như không còn được thực hiện.

- **Giao dịch tương lai (Futures Transaction).** Giao dịch tương lai giống như giao dịch các hợp đồng kỳ hạn, song hợp đồng tương lai có những đặc điểm khác với hợp đồng kỳ hạn ở các điểm:

+ Các hợp đồng tương lai về chứng khoán được tiêu chuẩn hoá bởi các luật lệ của Sở giao dịch chứng khoán;

+ Các hợp đồng tương lai được quy định rõ về nội dung mua bán và được mua bán trên SGDCK.

- **Giao dịch quyền chọn (Option Transaction)** là các giao dịch quyền chọn mua hoặc quyền chọn bán một loại chứng khoán nhất định với giá và thời gian được xác định trước.

6.1.5. Nguyên tắc khớp lệnh

Trong khớp lệnh định kỳ, mỗi lần khớp lệnh sẽ hình thành một mức giá thực hiện duy nhất - là mức giá thoả mãn điều kiện thực hiện được một khối lượng giao dịch lớn nhất. Để xác định những lệnh được thực hiện trong mỗi lần khớp lệnh, phải sử dụng nguyên tắc của ưu tiên khớp lệnh theo trật tự sau:

Thứ nhất: Ưu tiên về giá (Lệnh mua giá cao hơn, lệnh bán giá thấp hơn được ưu tiên thực hiện trước).

Thứ hai: Ưu tiên thời gian (Lệnh nhập vào hệ thống giao dịch trước sẽ được ưu tiên thực hiện trước).

Thứ ba: Ưu tiên khách hàng (Lệnh khách hàng - lệnh môi giới được ưu tiên thực hiện trước lệnh tự doanh - lệnh của nhà môi giới).

Thứ tư: Ưu tiên khối lượng (Lệnh nào có khối lượng giao dịch lớn hơn sẽ được ưu tiên thực hiện trước).

Ngoài ra, các SGDCK có thể áp dụng nguyên tắc phân bổ theo tỷ lệ đặt lệnh giao dịch.

6.1.6. Lệnh giao dịch và định chuẩn lệnh

6.1.6.1. Lệnh giao dịch

Trên các thị trường chứng khoán quốc tế, có rất nhiều loại lệnh giao dịch được sử dụng. Trên thực tế, phần lớn các lệnh giao dịch được người đầu tư sử dụng là lệnh giới hạn và lệnh thị trường.

- **Lệnh thị trường (market order)** là loại lệnh được sử dụng rất phổ biến trong các giao dịch chứng khoán. Khi sử dụng loại lệnh này, nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận mua hoặc bán theo mức giá của thị trường hiện tại và lệnh của nhà đầu tư luôn luôn được thực hiện, Tuy nhiên, mức giá do quan hệ

cung - cầu chứng khoán trên thị trường quyết định. Vì vậy, lệnh thị trường còn được gọi là lệnh không ràng buộc.

Lệnh thị trường là một công cụ hữu hiệu có thể được sử dụng để nâng cao doanh số giao dịch trên thị trường, tăng cường tính thanh khoản của thị trường. Lệnh thị trường cũng tỏ ra thuận tiện cho người đầu tư vì họ chỉ cần chỉ ra khối lượng giao dịch mà không cần chỉ ra mức giá giao dịch cụ thể và lệnh thị trường được ưu tiên thực hiện trước so với các loại lệnh giao dịch khác. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng như công ty chứng khoán sẽ tiết kiệm được các chi phí do ít gặp phải sai sót hoặc không phải sửa lệnh cũng như huỷ lệnh.

Tuy nhiên, lệnh thị trường cũng có hạn chế nhất định là dễ gây ra sự biến động giá bất thường, ảnh hưởng đến tính ổn định giá của thị trường, do lệnh luôn tiềm ẩn khả năng được thực hiện ở một mức giá không thể dự tính trước. Vì vậy, các thị trường chứng khoán mới đưa vào vận hành thường ít sử dụng lệnh thị trường và lệnh thị trường thông thường chỉ được áp dụng đối với các nhà đầu tư lớn, chuyên nghiệp, đã có được các thông tin liên quan đến mua bán và xu hướng vận động giá cả chứng khoán trước, trong và sau khi lệnh được thực hiện. Lệnh thị trường được áp dụng chủ yếu trong các trường hợp bán chứng khoán vì tâm lý của người bán là muốn bán nhanh theo giá thị trường và đối tượng của lệnh này thường là các chứng khoán "nóng", nghĩa là các chứng khoán đang có sự thiếu hụt hoặc dư thừa tạm thời.

- **Lệnh giới hạn (*limit order*)** là loại lệnh giao dịch trong đó người đặt lệnh đưa ra mức giá mua hay bán có thể chấp nhận được. Lệnh giới hạn mua chỉ ra mức giá cao nhất mà người mua chấp nhận thực hiện giao dịch; lệnh giới hạn bán chỉ ra mức giá bán thấp nhất mà người chấp nhận giao dịch.

Một lệnh giới hạn thông thường không thể thực hiện ngay, do đó nhà đầu tư phải xác định thời gian cho phép đến khi có lệnh huỷ bỏ. Trong khoảng thời gian lệnh giới hạn chưa được thực hiện, khách hàng có thể thay đổi mức giá giới hạn. Khi hết thời gian đã định, lệnh chưa được thực hiện hoặc thực hiện chưa đủ mặc nhiên sẽ hết giá trị.

Khi ra lệnh giới hạn, nhà đầu tư cần phải có sự hiểu biết, nhận định chính xác, vì vậy thường các lệnh giới hạn được chuyển cho các chuyên gia hơn là cho các nhà môi giới hoa hồng.

Lệnh giới hạn có những ưu điểm và nhược điểm. Về ưu điểm, lệnh giới hạn giúp cho nhà đầu tư dự tính được mức lời hoặc lỗ khi giao dịch được thực hiện. Tuy nhiên, lệnh giới hạn có nhược điểm là nhà đầu tư khi ra lệnh giới hạn có thể phải nhận rủi ro do mất cơ hội đầu tư, đặc biệt là trong trường hợp giá thị trường bỏ xa mức giá giới hạn (ngoài tầm kiểm soát của khách hàng). Trong một số trường hợp, lệnh giới hạn có thể không được thực hiện ngay cả khi giá giới hạn được đáp ứng vì không đáp ứng được các nguyên tắc ưu tiên trong khớp lệnh.

- **Lệnh dừng (stop order)** là loại lệnh đặc biệt để bảo đảm cho các nhà đầu tư có thể thu lợi nhuận tại một mức độ nhất định (bảo vệ lợi nhuận) và phòng chống rủi ro trong trường hợp giá chứng khoán chuyển động theo chiều hướng ngược lại.

Sau khi đặt lệnh, nếu giá thị trường đạt tới hoặc vượt qua mức giá dừng thì khi đó lệnh dừng thực tế sẽ trở thành lệnh thị trường.

Có hai loại lệnh dừng: Lệnh dừng để bán và lệnh dừng để mua. Lệnh dừng để bán luôn đặt giá thấp hơn thị giá hiện tại của một chứng khoán muốn bán. Ngược lại, lệnh dừng để mua luôn đặt giá cao hơn thị giá của chứng khoán cần mua.

Lệnh dừng trở thành lệnh thị trường khi giá chứng khoán bằng hoặc vượt quá mức giá ấn định trong lệnh - giá dừng. Lệnh dừng thường được các nhà đầu tư chuyên nghiệp áp dụng và không có sự bảo đảm nào cho giá thực hiện sẽ là giá dừng. Như vậy, lệnh dừng khác với lệnh giới hạn ở chỗ, lệnh giới hạn bảo đảm được thực hiện với giá giới hạn hoặc tốt hơn.

Có bốn cách cơ bản sử dụng lệnh dừng, trong đó có hai cách có tính chất bảo vệ và hai cách khác dùng để phòng ngừa đối với nhà đầu tư.

*** Hai cách sử dụng lệnh dừng có tính chất bảo vệ.**

Thứ nhất: bảo vệ tiền lời của người kinh doanh trong một thương vụ đã thực hiện.

Thứ hai: bảo vệ tiền lời của người bán trong một thương vụ bán khống.

Ví dụ 1: Ông A có mua được lô chẵn 100 cổ phiếu xyz vào ngày 1/1 với giá 150.000 đồng/cổ phiếu. Ngày 5/1 thị giá cổ phiếu này là 180.000 đồng. Ông A nhận định giá cổ phiếu còn tăng nữa. Tuy vậy, để đề phòng nhận định đó là sai, giá cổ phiếu xyz sẽ hạ, ông ta ra một lệnh dừng bán ở giá 170.000 đồng, nghĩa là nếu giá cổ phiếu xyz hạ tới giá 170.000 đồng sẽ được bán ra. Nhưng cũng có thể cổ phiếu xyz hạ nhưng không có ở điểm 170.000 đồng mà chỉ ở mức xấp xỉ (169.000 đồng hoặc 171.500 đồng chẳng hạn) thì cổ phiếu đó cũng được bán ra và lúc này lệnh đó trở thành lệnh thị trường. Ngày 10/1 thị giá cổ phiếu tăng lên 205.000 đồng/cổ phiếu. Ông A đạt được một mức lợi nhuận mới, tuy nhận định giá cổ phiếu tiếp tục tăng đến đỉnh của trào lưu, nhưng ông không thể không nghi ngờ là cổ phiếu tất yếu sẽ phải giảm giá vào một thời điểm trong tương lai, nên lại đặt một lệnh dừng để bán tại một mức giá mới là 195.000 đồng.

Như vậy, lệnh dừng để bán luôn luôn đặt giá thấp hơn thị trường. Đây là cách mà các nhà đầu cơ lên giá ngắn hạn thường làm trong giao dịch chứng khoán.

Ví dụ 2: Ngược lại với ông A, ông B thấy giá thị trường của cổ phiếu abc là 100.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 1/1. Ông ta nhận định nó sẽ giảm mạnh trong tương lai, nên đã đến công ty chứng khoán vay 1000 cổ phiếu abc và ra lệnh bán ngay, hy vọng trong thời gian tới giá sẽ hạ, khi đó ông ta sẽ mua lại để trả cho công ty chứng khoán. Giả sử đến ngày 5/1 giá cổ phiếu abc hạ xuống ở mức 80.000 đồng, ông ta ra lệnh cho công ty chứng khoán mua 1000 cổ phiếu abc để trả nợ. Như vậy, ông ta kỳ vọng lời được 20.000 đồng do chênh lệch giá mua bán. Nhưng để đề phòng sau khi đã bán khống (bán thứ mình đi vay) giá cổ phiếu abc không hạ mà tăng lên ông ta ra một lệnh dừng để mua 110.000 đồng. Nghĩa là nếu giá lên thì khi lên đến mức 110.000 đồng lập tức nhà môi giới phải thực hiện mua vào tại Sở giao dịch để không lỗ vượt quá 10.000 đồng/1 cổ phiếu.

*** Hai cách sử dụng lệnh dừng có tính chất phòng ngừa.**

1. Phòng ngừa sự thua lỗ quá lớn trong trường hợp mua bán ngay.
2. Phòng ngừa sự thua lỗ quá lớn trong trường hợp bán trước mua sau:

Ví dụ 1: Ông Hiền vừa mua một lô chẵn 100 cổ phiếu Sacom với giá 100.000 đồng/cổ phiếu. Một thông tin làm cho ông ta tin rằng giá cổ phiếu Sacom sẽ lên trong một tương lai gần. Tuy nhiên, vì sự thận trọng của người kinh doanh chứng khoán ông ta ra một lệnh dừng để bán dưới giá 100.000 đồng, ví dụ là 95.000 đồng. Lúc ra lệnh này ông Hiền chưa có lời mà cũng chưa bị lỗ vì lệnh của ông ta chưa được "châm ngòi", đang chỉ là sự phòng ngừa. Giả sử trong thực tế, nhận định của ông ta là sai, giá cổ phiếu Sacom hạ nhanh. Khi giá hạ tới mức 95.000 đồng nhà môi giới lập tức bán ra. Như vậy, ông Hiền chỉ bị lỗ 5.000 đồng/ cổ phiếu. Sự thua lỗ sẽ lớn hơn nhiều nếu ông tác không dùng lệnh dừng để bán.

Ví dụ 2: Ông Sơn là người kinh doanh chứng khoán, ông ta bán 100 cổ phiếu Rec với giá 100.000 đồng/cổ phiếu vì cho rằng giá sẽ giảm. Nhưng để đề phòng sự thua lỗ quá lớn do giá lên, ông Sơn ra lệnh mua ở giá 110.000 đồng. Nếu nhận định của ông tác là sai, giá không giảm mà tăng, người môi giới sẽ mua 100 cổ phiếu XZ ngay khi nó lên đến mức 110.000 đồng hoặc xấp xỉ với giá đó.

Như vậy lệnh dừng mua có tác dụng rất tích cực đối với nhà đầu tư trong việc bán khống. Lệnh dừng bán có tác dụng bảo vệ khoản lợi nhuận hoặc hạn chế thua lỗ đối với các nhà đầu tư.

Tuy nhiên, lệnh dừng cũng có nhiều nhược điểm. Khi có một số lượng lớn các lệnh dừng được "châm ngòi", sự náo loạn trong giao dịch sẽ xảy ra khi các lệnh dừng trở thành lệnh thị trường, từ đó bóp méo giá cả chứng khoán và mục đích của lệnh dừng là giới hạn thua lỗ và bảo vệ lợi nhuận không được thực hiện.

Để hạn chế nhược điểm trên, người ta tiến hành kết hợp giữa lệnh dừng và lệnh giới hạn thành lệnh dừng giới hạn.

- **Lệnh dừng giới hạn (stop limit order)** là loại lệnh sử dụng để nhằm khắc phục sự bất định về mức giá thực hiện tiềm ẩn trong lệnh dừng. Đối với lệnh dừng giới hạn, người đầu tư phải chỉ rõ hai mức giá: một mức giá dừng và một mức giá giới hạn. Khi giá thị trường đạt tới hoặc vượt qua mức giá dừng thì lệnh dừng sẽ trở thành lệnh giới hạn thay vì thành lệnh thị trường.

Ví dụ: Ông Hiền ra một lệnh dừng bán 100 cổ phiếu TMS, giá dừng 55, giá giới hạn 54. Điều này có nghĩa là lệnh trên sẽ được kích hoạt tại mức giá 55 hay thấp hơn, tuy nhiên vì có lệnh giới hạn 54 nên lệnh này không được thực hiện tại mức giá thấp hơn 54. Quá trình thực hiện lệnh dừng bán sẽ gồm 2 bước: Bước 1, lệnh dừng được chấp nhận; Bước 2, thực hiện lệnh tại mức giá giới hạn hoặc tốt hơn.

Hạn chế của lệnh dừng giới hạn là không được áp dụng trên thị trường OTC vì không có sự cân bằng giữa giá của nhà môi giới và người đặt lệnh.

- **Lệnh mở** là lệnh có hiệu lực vô hạn. Với lệnh này, nhà đầu tư yêu cầu nhà môi giới mua hoặc bán chứng khoán tại mức giá cá biệt và lệnh có giá trị thường xuyên cho đến khi bị huỷ bỏ.

- **Lệnh sửa đổi** là lệnh do nhà đầu tư đưa vào hệ thống để sửa đổi một số nội dung vào lệnh gốc đã đặt trước đó (giá, khối lượng, mua hay bán...). Lệnh sửa đổi chỉ được chấp nhận khi lệnh gốc chưa được thực hiện.

- **Lệnh huỷ bỏ** (Cancel order) là lệnh do khách hàng đưa vào hệ thống để huỷ bỏ lệnh gốc đã đặt trước đó. Lệnh huỷ bỏ chỉ được chấp nhận khi lệnh gốc chưa được thực hiện.

6.1.6.2. Định chuẩn lệnh

Đi kèm các lệnh cơ bản trên là các định chuẩn lệnh. Định chuẩn lệnh là các điều kiện thực hiện lệnh mà nhà đầu tư quy định cho nhà môi giới khi thực hiện giao dịch. Khi kết hợp các định chuẩn lệnh với các lệnh cơ bản, chúng ta sẽ có một danh mục các lệnh khác nhau.

+ **Lệnh có giá trị trong ngày** (*Day Order*). Là lệnh giao dịch có giá trị trong ngày. Nếu lệnh không được thực hiện trong ngày thì sẽ được tự động huỷ bỏ.

+ **Lệnh đến cuối tháng** (*GTM- Good Till Month*) là lệnh giao dịch có giá trị đến cuối tháng.

+ **Lệnh có giá trị đến khi huỷ bỏ** (*GTC- Good Till Canceled*) là lệnh có giá trị đến khi khách hàng huỷ bỏ hoặc đã thực hiện xong.

+ **Lệnh tự do quyết định** (*NH- Not Held*) là lệnh giao dịch cho phép các nhà môi giới được tự do quyết định về thời điểm và giá cả trong mua bán

chứng khoán cho khách hàng. Với loại lệnh này, nhà môi giới sẽ xem xét thị trường và quyết định thời điểm, mức giá mua bán tốt nhất cho khách hàng song không phải chịu trách nhiệm đối với hậu quả giao dịch.

+ *Lệnh thực hiện tất cả hay huỷ bỏ (AON - All or Not)* tức là toàn bộ các nội dung của lệnh phải được thực hiện đồng thời trong một giao dịch, nếu không thì huỷ bỏ lệnh.

+ *Lệnh thực hiện ngay toàn bộ hoặc huỷ bỏ (FOK - Fill or Kill)* là lệnh yêu cầu thực hiện ngay toàn bộ nội dung của lệnh nếu không thì huỷ bỏ lệnh.

+ *Lệnh thực hiện ngay tức khắc hoặc huỷ bỏ (IOC - Immediate or Cancel)* tức là lệnh trong đó toàn bộ nội dung lệnh hoặc từng phần sẽ phải được thực thi ngay tức khắc, phần còn lại sẽ được huỷ bỏ.

+ *Lệnh tại lúc mở cửa hay đóng cửa (At the opening or market on close Order)* là lệnh được ra vào thời điểm mở cửa hoặc đóng cửa.

+ *Lệnh tùy chọn (Either/or Order hay Contingent Order)* là lệnh cho phép nhà môi giới lựa chọn một trong hai giải pháp hoặc là mua theo lệnh giới hạn hoặc là bán theo lệnh dừng. Khi thực hiện theo một giải pháp thì huỷ bỏ giải pháp kia.

+ *Lệnh tham dự nhưng không phải tham dự đầu tiên (PNI)* tức là loại lệnh mà khách hàng có thể mua hoặc bán một số lớn chứng khoán nhưng không phụ thuộc vào thời kỳ tạo giá mới do đó không làm thay đổi giá cổ phiếu, trái phiếu trên thị trường. Loại giao dịch này cho phép người mua hoặc người bán tích lũy hoặc phân phối chứng khoán trên thị trường mà không ảnh hưởng đến cung và cầu loại chứng khoán đó trên thị trường.

+ *Lệnh hoán đổi (Switch Order)* là lệnh bán chứng khoán này, mua chứng khoán khác để hưởng chênh lệch giá.

+ *Lệnh mua giảm giá (Buy Minus)* là lệnh giao dịch trong đó quy định nhà môi giới hoặc là mua theo lệnh giới hạn hoặc là mua theo lệnh thị trường với giá thấp hơn giá giao dịch trước đó một chút.

+ *Lệnh bán tăng giá (Sell Plus)* là lệnh giao dịch trong đó yêu cầu nhà môi giới hoặc là bán theo lệnh giới hạn hoặc là bán theo lệnh thị trường với mức giá cao hơn giá giao dịch trước đó một chút.

+ *Lệnh giao dịch chéo cổ phiếu (Crossing Stocks)* là lệnh mà nhà môi giới phối hợp lệnh mua và lệnh bán với một chứng khoán cùng thời gian giữa hai khách hàng để hưởng chênh lệch giá.

6.1.7. Đơn vị giao dịch

Trên thị trường chứng khoán, chứng khoán được giao dịch không theo từng chứng khoán riêng lẻ mà theo đơn vị giao dịch hay còn gọi theo lô (lot) chứng khoán. Căn cứ vào lô chứng khoán để có thể phân chia thành các khu vực giao dịch khác nhau. Việc quy định đơn vị giao dịch lớn hay nhỏ sẽ có ảnh hưởng đến khả năng tham gia của nhà đầu tư cũng như khả năng xử lý lệnh của hệ thống thanh toán bù trừ trên thị trường. Đơn vị giao dịch được quy định cụ thể cho từng loại chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, công cụ phái sinh...).

- *Lô chẵn (round- lot)*. Một lô chẵn đối với cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư thông thường là 100 cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ đầu tư. Một lô chẵn đối với trái phiếu thông thường là 10 trái phiếu.

- *Lô lẻ (odd- lot)* là giao dịch có khối lượng dưới lô chẵn (dưới 100 cổ phiếu hoặc dưới 10 cổ phiếu).

- *Lô lớn (block -lot)* là giao dịch có khối lượng tương đối lớn, thông thường từ 10.000 cổ phiếu trở lên.

Tuy nhiên, ngoài việc quy định đơn vị giao dịch thống nhất như trên, tại một số Sở GDCK còn quy định đơn vị giao dịch tương ứng với giá trị thị trường của chứng khoán đó.

6.1.8. Đơn vị yết giá

Đơn vị yết giá (quotation unit) là các mức giá tối thiểu trong đặt giá chứng khoán (tick size). Đơn vị yết giá có tác động tới tính thanh khoản của thị trường cũng như hiệu quả của nhà đầu tư. Trường hợp đơn vị yết giá nhỏ, sẽ tạo ra nhiều mức giá lựa chọn cho nhà đầu tư khi đặt lệnh, nhưng các mức giá sẽ dàn trải, không tập trung, và ngược lại đơn vị yết giá lớn sẽ tập trung

được các mức giá, nhưng sẽ làm hạn chế mức giá lựa chọn của nhà đầu tư, từ đó không khuyến khích các nhà đầu tư nhỏ tham gia thị trường.

Đơn vị yết giá được tính riêng cho từng loại chứng khoán khác nhau (cổ phiếu, trái phiếu) và có thể áp dụng theo mức thang lũy tiến với thị giá chứng khoán.

Ví dụ, hiện nay ở Việt Nam theo điều 50 quyết định số 42-2000/QĐ-UBCK1 ngày 12/6/2000, đơn vị yết giá theo phương thức khớp lệnh được quy định như sau:

Mệnh giá	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ đầu tư	Trái phiếu
≤ 49.900	100 Đồng	100 Đồng	100 Đồng
50.000 - 99.500	500 Đồng	500 Đồng	100 Đồng
≥ 100.000	1.000 Đồng	1.000 Đồng	100 Đồng

Đối với các giao dịch theo phương pháp thoả thuận, thông thường các thị trường chứng khoán không quy định đơn vị yết giá.

6.1.9. Biên độ giao động giá

Việc quy định biên độ giao động giá chứng khoán nhằm hạn chế những biến động lớn về giá chứng khoán trên thị trường trong ngày giao dịch. Đây là một trong nhiều biện pháp nhằm ngăn chặn biến động giá chứng khoán trên thị trường. Các nhà đầu tư có thể đặt lệnh của họ giữa giá trần (ceiling price) và giá sàn (floor price), bất kỳ lệnh mua hay bán chứng khoán nào nằm ngoài giới hạn trên đều bị loại ra khỏi hệ thống.

Giới hạn thay đổi giá hàng ngày được xác định dựa trên giá cơ bản và thông thường là giá đóng cửa ngày hôm trước, mức giá đó gọi là giá tham chiếu. Giới hạn thay đổi giá có thể quy định theo một tỷ lệ cố định hoặc mức cố định theo giá cơ bản. Dải biên độ giao động giá cao, thấp có tác động ảnh hưởng rất lớn đến thị trường, một mặt có tác dụng bảo đảm sự ổn định của thị trường, nhưng đồng thời nó cũng giảm tính thanh khoản của chứng khoán, và trong một chừng mực nào đó sẽ làm suy yếu thị trường. Thông

thường, các thị trường mới đưa vào vận hành đều quy định biên độ giao động giá thấp, sau đó nâng dần lên.

6.1.10. Giá tham chiếu

Giá tham chiếu (Reference price) là mức giá cơ bản để làm cơ sở tính toán biên độ giao động giá hoặc các giá khác trong ngày giao dịch. Giá tham chiếu được xác định cho từng loại hình giao dịch:

- Giá tham chiếu đối với chứng khoán đang giao dịch bình thường.
- Giá tham chiếu đối với chứng khoán mới đưa vào niêm yết.
- Giá tham chiếu đối với trường hợp chứng khoán bị đưa vào kiểm soát, hoặc hết thời gian bị kiểm soát.
- Giá tham chiếu đối với chứng khoán được đưa vào giao dịch lại sau khi bị tạm ngừng giao dịch.
- Giá tham chiếu đối với chứng khoán trong trường hợp tách, gộp cổ phiếu.
- Giá tham chiếu cổ phiếu trong trường hợp giao dịch không được hưởng cổ tức và các quyền kèm theo.
- Giá tham chiếu cổ phiếu sau khi công ty niêm yết phát hành cổ phiếu bổ sung.

Trên cơ sở giá tham chiếu, giới hạn dao động giá của các chứng khoán được tính như sau:

Giá tối đa = Giá tham chiếu + (Giá tham chiếu \times |Biên độ giao động giá|)

Giá tối thiểu = Giá tham chiếu - (Giá tham chiếu \times |Biên độ giao động giá|)

Việc xác định giá tham chiếu trong từng trường hợp phù thuộc vào quy định của từng thị trường. Ở Việt Nam, theo QĐ 42-2000/QĐ-UBCK1 ngày 12-6-2000, giá tham chiếu được xác định như sau:

- Giá tham chiếu của cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư và trái phiếu đang giao dịch bình thường là giá đóng cửa ngày giao dịch trước đó.
- Trường hợp chứng khoán mới niêm yết, trong ngày giao dịch đầu tiên Trung tâm giao dịch chứng khoán nhận lệnh giao dịch không giới hạn biên

độ dao động giá và lấy giá đóng cửa của ngày giao dịch làm giá tham chiếu. Biên độ dao động giá được áp dụng từ ngày giao dịch kế tiếp.

- Trường hợp chứng khoán thuộc diện bị kiểm soát, chứng khoán không còn thuộc diện bị kiểm soát, chứng khoán bị ngừng giao dịch trên 30 ngày, thì giá tham chiếu được xác định tương tự như đối với trường hợp chứng khoán mới niêm yết.

- Trường hợp giao dịch chứng khoán không được hưởng các quyền kèm theo, giá tham chiếu được xác định theo nguyên tắc lấy giá đóng cửa của ngày giao dịch gần nhất điều chỉnh theo giá trị của các quyền kèm theo.

- Trường hợp tách gộp cổ phiếu, giá tham chiếu sau khi tách gộp được xác định theo nguyên tắc lấy giá giao dịch trước ngày tách gộp điều chỉnh theo tỷ lệ tách gộp cổ phiếu.

6.2. GIAO DỊCH MUA BÁN CHỨNG KHOÁN TRÊN SỔ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

6.2.1. Giao dịch mua bán thủ công tại sàn giao dịch

Sàn giao dịch là một phòng rộng, xung quanh có nhiều bảng đen và ngày nay các bảng này được thay thế bởi các bảng điện tử giao dịch cỡ lớn. Những người môi giới khi nhận được lệnh mua bán từ khách hàng sẽ liên hệ với các chuyên gia chứng khoán chuyên về loại chứng khoán giao dịch để biết được các mức giá tốt nhất và khối lượng tại các mức giá. Sau đó, nhà môi giới sẽ tiến hành thương lượng với các nhà môi giới khác. Ban đầu họ thương lượng và thoả thuận với nhau theo các ký hiệu tay đã quy ước (*theo bảng dưới*), tuy nhiên các giao dịch tay chỉ tồn tại đến cuối thập niên 1980 do có sự phát triển mạnh mẽ của hệ thống máy tính điện tử thay thế.

Ví dụ kỹ thuật thực hiện lệnh mua thủ công

Ông Hiền là nhà môi giới nhận được lệnh từ văn phòng công ty chứng khoán yêu cầu mua 200 cổ phiếu xyz theo "giá thị trường" do nhân viên thư ký chuyển đến. Ông Hiền lập tức tới quầy giao dịch loại cổ phiếu XYZ, trước hết quan sát kết quả hiện thị trên màn hình hoặc bảng đen ở phía trên để biết giá vừa thực hiện (giá của giao dịch trước đó), giả sử là 100. Ông Hiền lập tức tìm hiểu được rằng giao dịch sắp tới giá cổ phiếu XYZ sẽ bằng hoặc xoay xung quanh giá đó. Ông ta hỏi chuyên gia chứng khoán giá chào

bán và giá đặt mua cổ phiếu XYZ tới thời điểm hiện nay là bao nhiêu và được người chuyên gia cho biết đã có người đưa ra giá mua cao nhất là 100 và đã có người bán thấp nhất 102. Thông tin thứ hai người môi giới cần biết là khối lượng cổ phiếu XYZ muốn mua và muốn bán với các giá trên. Người chuyên viên cho biết "500 và 400" nghĩa là đã có 500 cổ phiếu muốn mua và 400 cổ phiếu muốn bán ở giá đó. Theo quy ước của thị trường, giá đặt mua nói trước giá đặt bán và số lượng đặt mua nói trước số lượng đặt bán.

Lệnh của Ông Hiền vừa nhận được là lệnh mua theo giá thị trường, do đó để mua được chứng khoán này Ông ta phải đặt mua theo giá 102 cho 100 cổ phiếu, đó là giá chào bán thấp nhất của thị trường.

Tuy nhiên, để cố gắng mua cho khách hàng được tốt nhất Ông Hiền phải thực hiện một sự chờ đợi hoặc thương lượng cần thiết với những người đặt bán. Giả sử ngay sau đó có một người môi giới khác tiến tới quầy giao dịch, sau khi hỏi người chuyên gia về tình hình thị trường cổ phiếu XYZ người đó cũng được thông báo với nội dung như trên. Người môi giới này đặt một lệnh bán "thực hiện ngay" 300 cổ phiếu ở giá 101 "XYZ 300 ở 101". Ông Hiền nhận thấy rằng đây là một giá tốt hơn và Ông ta đặt lệnh mua 200 cổ phiếu với giá 101 bằng một câu ngắn gọn "XYZ 101 cho 200". Người chuyên viên chứng khoán chốt lại ở giá 101 và lệnh được thực hiện.

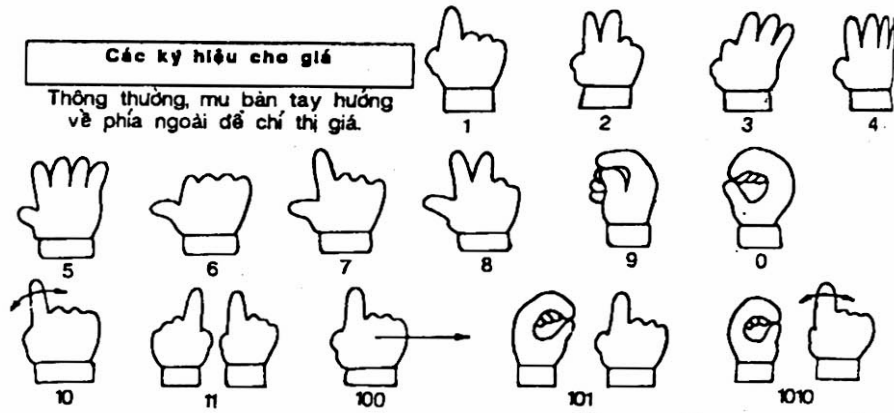
Một giao dịch đã được thực hiện nhưng không có một bản hợp đồng nào bằng giấy tờ được ký kết cả. Mỗi bên chỉ ghi đầy đủ các chi tiết được thỏa thuận (loại chứng khoán, số lượng, giá, người mua, người bán). Và sau đó, người môi giới - Ông Hiền thông báo kết quả cho người thư ký để báo cáo về cho văn phòng công ty. Văn phòng công ty có trách nhiệm thông báo kết quả ngay cho khách hàng. Toàn bộ việc thực hiện lệnh này chỉ diễn ra trong vài phút.

Sau khi giao dịch vừa kết thúc thì chuyên viên báo giá của Sở giao dịch đưa ngay kết quả đó vào bảng điện (hoặc viết lên bảng đen) để đưa lên màn hình. Màn hình điện tử sẽ hiện lên các thông tin: loại chứng khoán vừa giao dịch, số lượng, giá. Và nếu giá của giao dịch vừa hiện tăng so với giá của giao dịch trước đó thì có thêm dấu (+) phía trước, ngược lại giá vừa thực hiện giảm so với giá trước đó thì sẽ có thêm dấu trừ (-).

Các tín hiệu tay cho việc mua và bán

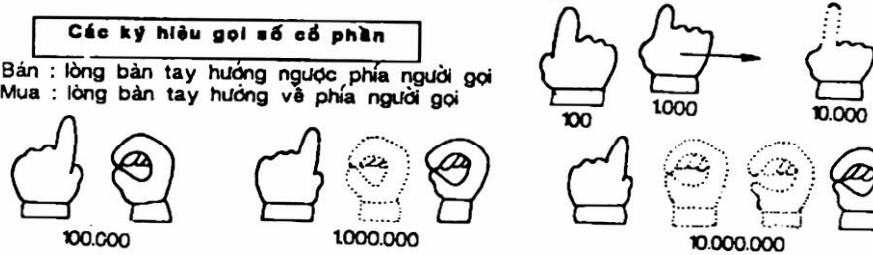
Các ký hiệu cho giá

Thông thường, mu bàn tay hướng về phía ngoài để chỉ thị giá.



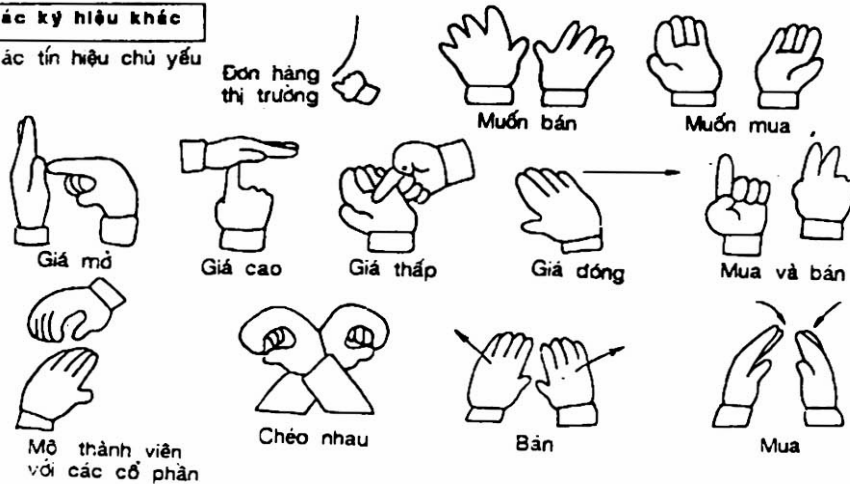
Các ký hiệu gọi số cổ phần

Bán : lòng bàn tay hướng ngược, phía người gọi
Mua : lòng bàn tay hướng về phía người gọi



Các ký hiệu khác

Các tín hiệu chủ yếu



6.2.2. Giao dịch mua bán qua máy tính điện tử

Đây là phương thức giao dịch chủ yếu và phổ biến hiện nay. Tùy theo sự phát triển của từng thị trường, giao dịch qua máy tính điện tử có thể áp dụng hình thức bán tự động hay tự động hoàn toàn.

- **Giao dịch bán tự động:** là hình thức kết hợp giữa giao dịch thủ công với giao dịch qua máy tính điện tử. Theo phương thức này, một số khâu trong công đoạn giao dịch như nhận lệnh, ghép lệnh..., thanh toán, bù trừ, lưu ký được thực hiện qua máy tính còn các khâu còn lại sẽ thực hiện theo phương thức thủ công. Hiện nay, các thị trường truyền thống như Nhật bản, Mỹ vẫn sử dụng hệ thống giao dịch bán tự động cho các giao dịch cổ phiếu phổ thông bên cạnh hệ thống giao dịch tự động hoàn toàn.

- **Giao dịch điện tử tự động hoá hoàn toàn** là hệ thống giao dịch trong đó tất cả các khâu đều thông qua hệ thống máy tính. Các SGDCK không còn khái niệm Sàn giao dịch, tại đó chỉ có hệ thống các máy móc vi tính.

Giá giao dịch tại SGDCK sẽ được xác lập theo phương pháp so khớp các tập hợp lệnh hoặc đơn lệnh. Nếu như giá giao dịch được xác lập theo phương pháp so khớp đơn lệnh thì về tính chất của giá cũng được hình thành như giao dịch thủ công. Trường hợp giá giao dịch xác lập theo tập hợp lệnh đăng ký thì giá chốt là mức giá cho khối lượng giao dịch là lớn nhất.

Nội dung các bước giao dịch mua bán chứng khoán trên Sở giao dịch qua hệ thống máy tính điện tử như sau:

Bước 1: Mở tài khoản giao dịch

Nhà đầu tư muốn mua hoặc bán chứng khoán phải tiến hành mở tài khoản tại một công ty chứng khoán (CTCK) là thành viên của SGDCK. Phòng tiếp thị đại diện cho CTCK sẽ ký hợp đồng uỷ thác với nhà đầu tư để mở tài khoản giao dịch. Thủ tục mở tài khoản cũng tương tự như mở tài khoản ngân hàng, trong đó chủ tài khoản cần phải cung cấp các thông tin thiết yếu để phục vụ cho mục đích quản lý của CTCK.

Tài khoản giao dịch hiện nay có thể phân chia thành nhiều loại khác nhau như:

Tài khoản tiền mặt (Cash account). Đây là loại tài khoản mà các khoản thanh toán phát sinh sẽ được thực hiện bằng tiền mặt. Để mở tài khoản này khách hàng phải xuất trình giấy tờ tùy thân hợp lệ để công ty có thể hợp thức hóa chuyển sở hữu cho khách hàng.

Đối với tài khoản này thường các công ty chứng khoán yêu cầu khi mua chứng khoán, khách hàng phải thanh toán bằng tiền mặt không chậm hơn ngày thanh toán (thường là trong vòng T+x ngày làm việc kể từ khi diễn ra giao dịch). Do đó khi thực hiện nghiệp vụ mua chứng khoán, khách hàng phải chuẩn bị đủ tiền trên tài khoản để thanh toán trước hoặc phải trả đúng vào thời điểm trong ngày thanh toán theo quy định của công ty chứng khoán.

Tài khoản bảo chứng (Margin account). Khi mua với một tài khoản bảo chứng, khách hàng chỉ phải trả một phần tiền và công ty chứng khoán sẽ cho vay phần còn lại. Để được mở tài khoản này, khách hàng phải ký quỹ một tỷ lệ nhất định

Khi mở tài khoản bảo chứng để giao dịch giữa khách hàng và công ty chứng khoán cần thỏa thuận một số điều khoản.

- Khách hàng đồng ý giao cho công ty chứng khoán một số chứng khoán để làm đảm bảo tiền vay mà công ty sẽ dành cho khách hàng.
- Khách hàng cho phép công ty chứng khoán đem số chứng khoán này gửi vào ngân hàng như là vật đảm bảo cho khoản vay.
- Bằng cách ký một thỏa thuận, khách hàng cho phép công ty chứng khoán lấy số chứng khoán này đem cho khách hàng khác vay để thực hiện nghiệp vụ bán khống (mượn chứng khoán bán khi giá lên, sau đó mua lại với giá thấp để trả lại).

Tài khoản tùy nghi (Discretionary account). Đây là loại tài khoản mà chủ tài khoản (khách hàng) cho phép công ty chứng khoán được mua và bán chứng khoán tùy ý lựa chọn với giá cả và thời điểm mà công ty cho là thích hợp. Công ty chứng khoán không bị bắt buộc phải hỏi ý kiến khách hàng mà phân tích dựa trên sự hiểu biết về khách hàng này, tình hình thị trường, cũng như một số vấn đề khác để thực hiện giao dịch. Tuy nhiên, trước khi cho phép công ty chứng khoán quyền tự quyết thì khách hàng phải cân nhắc kỹ lưỡng. Việc giao quyền này được ghi thành văn bản có chữ ký của chủ tài

khoản và được lưu trữ tại công ty. Trong văn bản phải nêu rõ quyền hạn của người được ủy quyền (công ty chứng khoán) là vô hạn hoặc có giới hạn.

Ngoài ra bản thỏa thuận còn quy định rõ loại chứng khoán nào mà công ty chứng khoán được phép mua, bán... Tất cả những quy định trên nhằm bảo vệ quyền lợi của khách hàng và công ty chứng khoán, cũng như tránh những tranh chấp có thể xảy ra sau này.

Tài khoản liên kết (Joint account). Loại tài khoản này do hai người đứng tên và mọi quyết định liên quan đến tài khoản phải do cả hai người cùng chấp thuận.

Có hai loại tài khoản liên kết:

- **Liên kết dạng thông thường** là loại tài khoản liên kết mà khi một bên đứng tên trong tài khoản chết đi, phần của người đó trên tài khoản sẽ được trả lại thành di sản của anh ta.

- **Liên kết được quyền giữ trọn** là loại tài khoản mà nếu một trong hai người đứng tên tài khoản chết đi thì người còn lại sẽ được hưởng trọn phần tài sản trên tài khoản liên kết.

Tài khoản chung (Partnership account). Tài khoản chung do nhiều bên thành viên cùng đứng tên. Để mở tài khoản này, công ty chứng khoán cần biết được tên, địa chỉ và tất cả chữ ký của các thành viên hợp pháp trên tài khoản. Đồng thời cần có một văn bản xác nhận sự thỏa thuận giữa các thành viên về sự liên hợp trong hoạt động.

Trong bản thỏa ước sẽ xác định một thành viên được ủy quyền thực hiện các giao dịch trên tài khoản, với tư cách là người đại diện danh nghĩa cho tất cả các thành viên có tên trên tài khoản.

Tài khoản ủy thác (Fiduciary account). Đây là loại tài khoản sẽ ủy thác cho một người nào đó được hành động hợp pháp với danh nghĩa của mình.

Tài khoản lưu trữ cho người chưa đến tuổi trưởng thành (Mior's Custodian Account). Đây là loại tài khoản của người vị thành niên, nhưng do một hay nhiều người trưởng thành đứng ra đảm bảo dưới danh nghĩa "người lưu trữ".

Tài khoản giao dịch quyền lựa chọn (Options Account). Khách hàng sẽ mở tài khoản này khi họ muốn thực hiện các giao dịch liên quan đến giao dịch quyền lựa chọn.

Tài khoản đánh số hoặc ghi mã (Numbered or coded Account). Đôi khi khách hàng có thể yêu cầu công ty chứng khoán về tài khoản của mình được đánh số hoặc được mã hóa thay vì đăng ký tên của mình. Để mở tài khoản này, đòi hỏi những chi tiết để nhận biết khách hàng đã lưu giữ trong hồ sơ tại công ty. Khách hàng phải ký một văn bản về việc nhận biết tài khoản của mình và phải chịu trách nhiệm nộp thuế như đối với loại tài khoản đứng tên thông thường. Khi muốn giao dịch, khách hàng phải ghi đúng mã số của tài khoản.

Tóm lại, về nội dung sử dụng tài khoản có hai tài khoản chính là: *tài khoản tiền mặt và tài khoản bảo chứng*, còn các tài khoản khác là chỉ khác nhau về hình thức. Song tất cả các loại tài khoản nêu trên là cần thiết, để khách hàng lựa chọn mở, thuận tiện nhất cho việc giao dịch của mình.

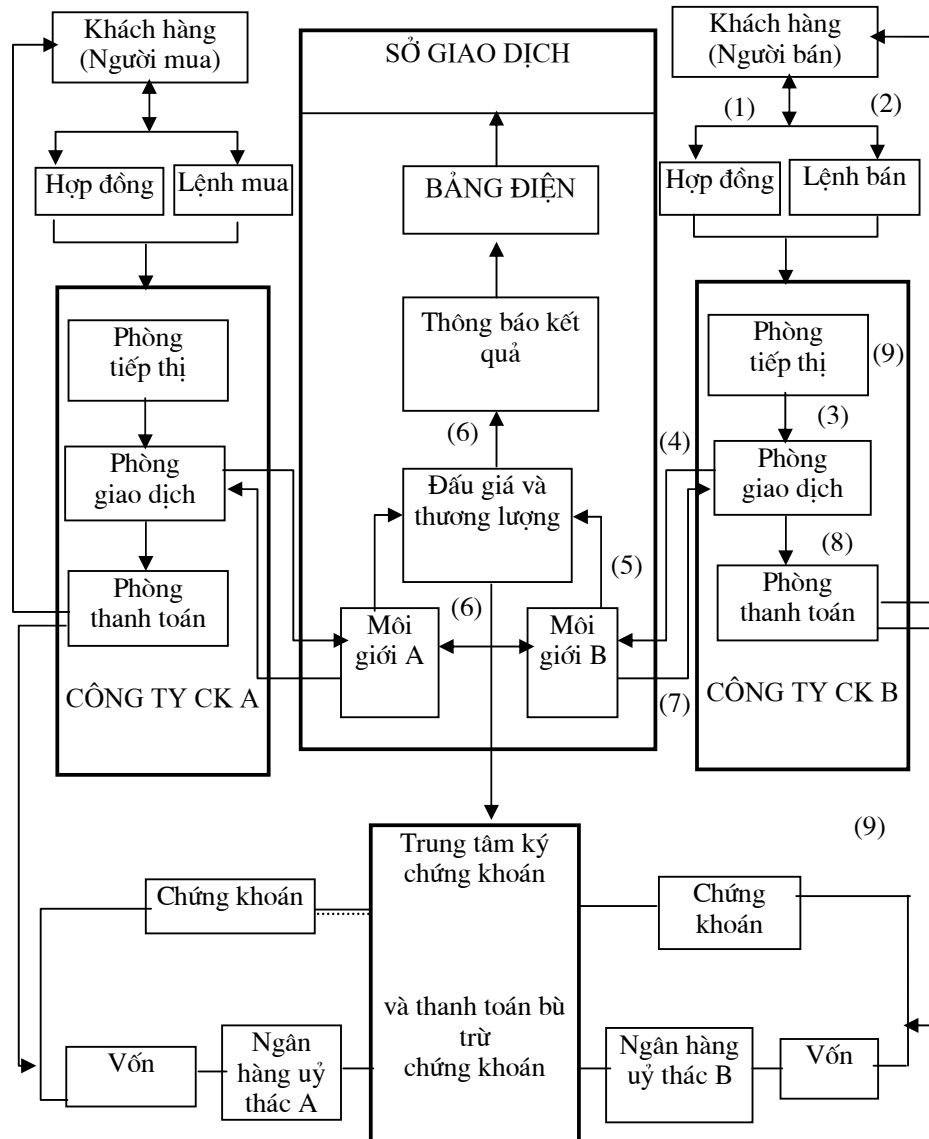
Sau khi mở tài khoản xong, CTCK sẽ cung cấp cho khách hàng (nhà đầu tư) một mã số tài khoản và mã truy cập vào tài khoản để kiểm tra sau mỗi lần giao dịch.

Bước 2: Ra lệnh giao dịch

Việc ra lệnh có thể được thực hiện theo hình thức ra lệnh trực tiếp hoặc gián tiếp qua điện thoại, telex, fax, hệ thống máy tính điện tử tùy thuộc vào sự phát triển của thị trường. Khi nhận được lệnh, nhân viên môi giới phải kiểm tra tính chính xác của các thông số trên lệnh.

Phiếu lệnh mua và lệnh bán thông thường được in bằng hai màu mực khác nhau để dễ phân biệt, trên phiếu lệnh thông thường bao gồm các nội dung chủ yếu sau: Phiếu lệnh Mua hay Bán; Các thông tin về khách hàng (Họ và tên, mã số tài khoản, Số chứng minh nhân dân, Số hộ chiếu...); Loại chứng khoán mua hoặc bán (thường ghi mã chứng khoán đang yết trên SGDC); Khối lượng; Giá; Loại lệnh và định chuẩn lệnh; Số hiệu lệnh ban đầu; Thời gian nhận lệnh; Đợt giao dịch; Ngày giao dịch; Ký tên khách hàng; Ký tên nhân viên nhận lệnh và kiểm soát; Ký tên trưởng phòng giao dịch.

Sơ đồ các bước giao dịch mua bán chứng khoán
trên SGDCK



Bước 3: Chuyển phiếu lệnh đến phòng giao dịch CTCK

Phòng giao dịch có trách nhiệm xem xét các thông số trên phiếu lệnh, nếu thấy hợp lý thì chuyển lệnh đến người môi giới tại SGDCK và ghi thời gian chuyển lệnh vào phiếu lệnh.

Bước 4: Chuyển lệnh đến người môi giới tại SGDCK

Phiếu lệnh được chuyển tới nhà môi giới tại Sàn giao dịch, nội dung bao gồm các thông số: Mua/Bán; loại chứng khoán; số lượng; loại lệnh và định chuẩn lệnh; số hiệu lệnh; thời gian; mã số tài khoản khách hàng.

Bước 5: Chuyển lệnh đến bộ phận khớp lệnh

Trên Sàn giao dịch, nhà môi giới tại Sàn sau khi nhận được lệnh từ CTCK phải chuyển lệnh tới bộ phận nhận lệnh và khớp lệnh của SGDCK để tham gia đấu giá.

Lệnh chuyển ngoài các thông số như bước 4 còn có mã số (số hiệu) nhà môi giới tại sàn.

Bước 6: Khớp lệnh và thông báo kết quả giao dịch

Đến giờ ra giá chốt giao dịch, SGDCK sẽ thông báo kết quả giao dịch của từng loại chứng khoán niêm yết trên SGD. Đồng thời kết quả giao dịch sẽ được chuyển đến trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán cũng như tại các CTCK thành viên.

Kết quả giao dịch được SGDCK thông báo trên màn hình thành viên tại SGDCK gồm các nội dung chính: Số hiệu của lệnh giao dịch; Số hiệu xác nhận giao dịch; Mã số chứng khoán; Giá thực hiện; Số lượng mua hoặc bán; Thời gian giao dịch được thực hiện; Lệnh mua hay bán; Ký hiệu của lệnh; Số hiệu tài khoản của khách hàng; Số hiệu đại diện giao dịch (nhà môi giới tại Sàn) của thành viên.

Bước 7: Báo kết quả giao dịch về CTCK

Nhà môi giới tại Sàn sau khi nhận được kết quả giao dịch sẽ báo về cho Phòng giao dịch CTCK với các nội dung chính: số hiệu nhà môi giới tại Sàn; Số hiệu lệnh; Đã mua/bán; Mã chứng khoán; Số lượng; Giá; Số hiệu nhà môi giới đối tác; thời gian.

Phòng giao dịch sẽ ghi vào phiếu lệnh của các khách hàng có giao dịch ở phần kết quả giao dịch nội dung: số lượng, giá cả và thời gian.

Bước 8: Xác nhận giao dịch và làm thủ tục thanh toán

Phòng giao dịch chuyển các phiếu lệnh có giao dịch đến Phòng thanh toán (thường là bộ phận Kế toán). Cuối buổi giao dịch, Phòng thanh toán căn cứ vào các kết quả giao dịch lập báo cáo kết quả giao dịch và chuyển kết quả đến trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán để tiến hành quá trình thanh toán.

Đồng thời, sau khi đã có kết quả giao dịch, CTCK gửi cho khách hàng một phiếu xác nhận đã thi hành xong lệnh. Xác nhận này có vai trò như một hoá đơn hẹn ngày thanh toán với khách hàng.

Bước 9: Thanh toán và hoàn tất giao dịch

Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán tiến hành so khớp kết quả giao dịch do SGDCK cung cấp và báo cáo kết quả giao dịch của các CTCK để tiến hành thanh toán bù trừ.

Trong thời gian T+x ngày, trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán sẽ thực hiện việc chuyển quyền sở hữu chứng khoán từ người bán sang người mua và Ngân hàng chỉ định thanh toán sẽ thanh toán bù trừ tiền từ người mua sang người bán thông qua hệ thống tài khoản của các CTCK tại ngân hàng. Việc bù trừ các kết quả giao dịch sẽ kết thúc bằng việc in ra các chứng từ thanh toán. Các chứng từ này được gửi cho các CTCK và là cơ sở để thực hiện thanh toán và giao nhận giữa các CTCK.

Do đặc điểm là trong giao dịch chứng khoán, các chứng khoán được lưu ký 2 cấp. Tức là các khách hàng có chứng khoán sẽ lưu ký chứng khoán tại CTCK hoặc NHTM được cấp phép thực hiện nghiệp vụ lưu ký, sau đó các CTCK sẽ tái lưu ký số chứng khoán trên vào Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán của SGDCK. Vì vậy, sau khi các CTCK hoàn tất các thủ tục thanh toán bù trừ tại SGDCK, CTCK sẽ thanh toán tiền và chứng khoán cho các khách hàng thông qua hệ thống tài khoản mà khách hàng mở tại CTCK.

6.3. GIAO DỊCH MUA BÁN CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG OTC

6.3.1. Giao dịch mua bán dưới hình thức môi giới

Khi một khách hàng muốn mua hoặc bán một loại chứng khoán nào đó với một số lượng nhất định, khách hàng ra lệnh cho công ty chứng khoán nơi mở tài khoản, lệnh có thể ra trực tiếp theo mẫu lệnh bằng giấy hoặc qua điện thoại, Fax hoặc hệ thống máy tính nối mạng diện rộng.

Lệnh mua bán chứng khoán được chuyển đến Phòng giao dịch của công ty chứng khoán.

Trong bộ phận giao dịch, lệnh được chuyển cho nhà môi giới lập giá. Ở đây có thể chia ra hai trường hợp:

- Nếu công ty chứng khoán là người tạo thị trường cho loại chứng khoán khách hàng đặt mua bán thì bộ phận giao dịch của công ty giao dịch sẽ trực tiếp thương lượng và thoả thuận với khách hàng.

- Nếu công ty chứng khoán không phải là người tạo thị trường thì bộ phận giao dịch của CTCK sẽ liên hệ với các nhà tạo thị trường cho loại chứng khoán này. Thông thường, bộ phận giao dịch sẽ liên hệ với các nhà tạo thị trường khác thông qua hệ thống báo giá cấp 2 để biết được các mức giá chào bán và đặt mua. Bộ phận giao dịch sẽ thực hiện lệnh của khách hàng với nhà giao dịch môi giới (nhà tạo thị trường) nào đưa ra giá có lợi nhất (giá tốt nhất) cho khách hàng.

Bộ phận giao dịch ghi giá vào mẫu lệnh, cùng với tên của nhà giao dịch môi giới (người bán) rồi chuyển tới phòng thực hiện lệnh. Bộ phận thực hiện lệnh báo cáo việc thực hiện lệnh cho người đại diện hoặc thư ký nhận lệnh. Người này sẽ có trách nhiệm thông báo cho khách hàng.

Sau khi hoàn tất giao dịch, bộ phận giao dịch sẽ lập bảng xác nhận giao dịch cho khách hàng và chuyển kết quả giao dịch tới bộ phận thanh toán để làm thủ tục thanh toán.

6.3.2. Giao dịch tự doanh

Trên thị trường chứng khoán phi tập trung các CTCK giao dịch mua bán chứng khoán cho chính mình rất phổ biến. Đó là nghiệp vụ CTCK mua bán chứng khoán bằng nguồn vốn của mình để hưởng lợi nhuận.

Cũng như các nghiệp vụ giao dịch khác, khi mua bán chứng khoán cho chính mình, bộ phận giao dịch mua bán của công ty sẽ thực hiện. Công ty chứng khoán tính phần tăng giá đối với một khoản mua hoặc khấu trừ giá đối với một khoản bán. Khoản phí này thường do công ty quy định và phải phù hợp quy định chênh lệch giá tối đa của Hiệp hội các nhà giao dịch chứng khoán.

Ví dụ: Khách hàng A mua 100 cổ phiếu công ty Toyota với giá 30 USD và bán 100 cổ phiếu công ty Samsung với giá 45 USD cho công ty chứng khoán. Nếu công ty tính khoản chênh lệch 50 USD cho mỗi giao dịch, khách hàng A sẽ được tính như sau:

* Mua 100 cổ phiếu công ty Toyota với giá 30USD = $30,5\text{USD} \times 100$
CP + 50USD = 3050USD

* Bán 100 cổ phiếu công ty Samsung với giá 45 USD = $4.500 \text{ USD} - 50$
USD = 100 cổ phiếu x 44,5 USD = 4.450 USD

Do giao dịch tự doanh không phải là các giao dịch môi giới nên không tính các khoản phí hoa hồng, mà giá của chứng khoán giao dịch được điều chỉnh phản ánh khoản phí đó.

6.4. CÁC GIAO DỊCH ĐẶC BIỆT

6.4.1. Giao dịch khối

Trong giao dịch chứng khoán, nếu có nhiều lệnh với khối lượng lớn đưa vào giao dịch thì có thể giá chứng khoán sẽ biến động theo những chiều hướng không tốt. Do đó, cần tách biệt hệ thống giao dịch khớp lệnh với giao dịch khối để giảm thiểu sự tác động của thị trường phát sinh từ những lệnh có khối lượng giao dịch lớn. Việc quy định các giao dịch khối riêng rẽ không chỉ để bảo vệ những nhà đầu tư nhỏ, không có sức cạnh tranh mà còn tạo cơ

hội cho các nhà đầu tư giao dịch thông qua hệ thống giao dịch của SGDCK khi các giao dịch này không thoả thuận được trên thị trường OTC.

Tiêu chí của giao dịch khối được quy định dựa trên khối lượng giao dịch (khối lượng cổ phiếu) hoặc dựa trên giá trị giao dịch (tính theo thị giá). Các tiêu chí này được thiết lập phụ thuộc vào quy mô của thị trường, quy mô công ty và tính thanh khoản của từng thị trường. (Hàn Quốc quy định là 50.000 CP hoặc 01 tỷ Won; Thái Lan: 100 lô chẵn hoặc 01 triệu Bath; Đài Loan: 500 lô CP hoặc 05 triệu Đài tệ; Việt Nam: 10.000 CP hoặc 300 triệu VNĐ).

Các giao dịch khối được thực hiện theo hai phương thức:

(1) Phương thức báo cáo, theo đó nhà đầu tư muốn thực hiện giao dịch khối phải xin phép SGDCK, vì khối lượng giao dịch lớn sẽ tác động tới giá chứng khoán trên thị trường, do đó đòi hỏi phải công bố thông tin công khai;

(2) Phương thức ngoài giờ, theo đó các giao dịch khối diễn ra sau khi thị trường đóng cửa, mức giá do các đối tác thoả thuận, nhưng lấy giá đóng cửa làm giá tham chiếu cộng với một số đơn vị yết giá.

6.4.2. Giao dịch lô lẻ

Giao dịch lô lẻ (odd-lot trading) là các giao dịch có khối lượng nhỏ hơn một đơn vị giao dịch. Lô lẻ thường phát sinh do việc trả cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành cổ phiếu thưởng, tách cổ phiếu hoặc thực hiện quyền mua cổ phiếu...vv. Để đảm bảo tính hiệu quả của thị trường, các SGDCK đều quy định đối với giao dịch lô lẻ. Các giao dịch này diễn ra trên SGDCK hoặc thị trường OTC thông qua cơ chế giao dịch thương lượng và thoả thuận giữa nhà đầu tư với công ty chứng khoán.

Giá thực hiện trong các giao dịch lô lẻ có thể được xác định trên cơ sở: lấy giá giao dịch của loại chứng khoán đó trên SGDCK chiết khấu theo một tỷ lệ thoả thuận so với thị giá hoặc do CTCK thoả thuận với khách hàng.

6.4.3. Giao dịch cổ phiếu mới đưa vào niêm yết

Sau khi hoàn tất quá trình chào bán chứng khoán ra công chúng và niêm yết trên SGDCK, các cổ phiếu mới niêm yết bắt đầu chính thức đưa vào giao dịch. Vì vậy, vấn đề đặt ra là xác định mức giá cho phiên giao dịch đầu tiên

như thế nào? Khi phát hành cổ phiếu ra công chúng, giá chào bán được xác định dựa trên điều kiện và tình hình thực tiễn tài chính của công ty và mức giá này thường được chiết khấu nhằm đảm bảo sự thành công cho các đợt phát hành IPO, do đó khi đưa vào giao dịch, nhu cầu giao dịch cổ phiếu này rất lớn làm cho giá cổ phiếu tăng cao. Vì vậy, đối với cổ phiếu mới đưa vào niêm yết, cần phải xác định giá tham chiếu một cách hợp lý.

Thông thường có 3 cách xác định giá tham chiếu cho cổ phiếu mới đưa vào niêm yết:

- Giá chào bán ra công chúng.
- Giá mở cửa thị trường theo quan hệ cung - cầu cổ phiếu, không giới hạn biên độ.
- Giá trung bình của các lệnh đặt mua.

Ngoài ra, trên thực tế nhiều SGDCK còn vận dụng phối hợp cả 3 cách xác định giá tham chiếu nói trên, hoặc xây dựng giá tham chiếu theo mức trần để khống chế.

6.4.4. Tách, gộp cổ phiếu

Tách, gộp cổ phiếu là việc chia nhỏ hoặc gộp nhiều cổ phiếu lại với nhau thành một cổ phiếu mới. Việc tách, gộp cổ phiếu sẽ không làm thay đổi vốn của tổ chức phát hành, nhưng lại tăng, giảm số lượng cổ phiếu lưu hành, do đó dẫn đến thay đổi giá cổ phiếu sau khi quá trình tách, gộp hoàn tất. Vì vậy, việc tách, gộp cổ phiếu phải được Hội đồng quản trị thông qua và báo cáo UBCK, đồng thời phải công bố thông tin về việc tách, gộp. SGDCK tạm ngừng giao dịch để thực hiện tách, gộp cổ phiếu. Sau đó, phải xác định lại giá tham chiếu cho phiên giao dịch đầu tiên. Về nguyên lý, giá cổ phiếu sau khi thực hiện tách, gộp được xác định dựa trên căn cứ giá giao dịch trước khi thực hiện tách, gộp nhân với tỷ lệ tách, gộp cổ phiếu.

6.4.5. Giao dịch không được hưởng cổ tức và quyền kèm theo

Theo định kỳ hàng năm (3 tháng hoặc 6 tháng) công ty cổ phần thực hiện chi trả cổ tức (bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu) cho các cổ đông. Do cổ

phiếu được mua đi bán lại thường xuyên trên thị trường nên tổ chức phát hành phải xác định những cổ đông hiện hành của mình để chi trả cổ tức, hay còn gọi là ngày chốt danh sách cổ đông. Ngoài ra, do quy trình giao dịch cổ phiếu không đồng thời xảy ra giữa ngày giao dịch và ngày thanh toán ($T+x$), do đó chỉ có các cổ đông có tên trong danh sách đăng ký danh sách sở hữu mới được nhận cổ tức, hoặc các quyền kèm theo. Theo chu kỳ thanh toán $T+x$, người đầu tư mua cổ phiếu ($x-1$) ngày trước ngày đăng ký sở hữu sẽ không có tên trong sổ cổ đông vì giao dịch chưa được thanh toán, nên không được nhận cổ tức. Khi đó, ngày $T+1$; $T+2$ và... $T+x$ được SGDCK công bố là ngày giao dịch không được hưởng cổ tức (ex-dividend date), hoặc ngày giao dịch không được hưởng quyền (ex-right date).

Vào những ngày giao dịch không được hưởng cổ tức và chứng quyền, SGDCK sẽ công bố trên hệ thống công bố thông tin để nhà đầu tư biết và xác định lại giá tham chiếu để giao dịch. Về nguyên tắc giá tham chiếu trong những ngày giao dịch không được hưởng cổ tức và chứng quyền sẽ bằng giá giao dịch trước đó (được nhận cổ tức và quyền) trừ đi giá trị cổ tức và quyền được nhận.

6.4.6. Giao dịch cổ phiếu quỹ

Cổ phiếu quỹ (treasury stocks) là cổ phiếu đã phát hành và được mua lại bởi chính tổ chức phát hành. Việc mua lại cổ phiếu quỹ do tổ chức phát hành thực hiện phải được sự chấp thuận của SGDCK. Mục tiêu mua lại cổ phiếu quỹ: ngăn chặn khả năng thao túng công ty từ bên ngoài; làm cổ phiếu dự trữ hoặc để phát hành cổ phiếu thưởng, hoặc công ty mua lại để điều chỉnh lại cơ cấu tài chính của công ty (nợ/vốn cổ phần); ngăn chặn giá chứng khoán giảm sút mạnh trên thị trường. Nguồn vốn để mua cổ phiếu lấy từ quỹ thặng dư của công ty (capital surplus).

Công ty niêm yết muốn mua lại cổ phiếu quỹ phải xin phép SGDCK và nêu rõ: nguồn vốn thực hiện mua lại; khối lượng và thời gian thực hiện mua lại; công ty chứng khoán được uỷ thác thực hiện lệnh. Thông thường, để hạn chế tác động tới giá cổ phiếu trên thị trường, SGDCK quy định khối lượng cổ phiếu mà công ty niêm yết được mua lại qua các phiên giao dịch, và sau

khi mua lại công ty niêm yết phải nắm giữ trong vòng 06 tháng không được phép bán ra.

6.4.7. Giao dịch bảo chứng

Giao dịch bảo chứng (margin trading) hay còn gọi là giao dịch ký quỹ, đó là việc mua hoặc bán chứng khoán trong đó nhà đầu tư chỉ có một phần tiền hoặc chứng khoán, phần còn lại do công ty chứng khoán cho vay.

Bằng cách sử dụng giao dịch ký quỹ, những người đầu tư có thể gia tăng lợi nhuận đầu tư do giao dịch này có tác dụng đòn bẩy tài chính rất mạnh đối với nhà đầu tư, đồng thời giao dịch ký quỹ có thể mang lại những tác động tích cực như ổn định giá chứng khoán và tăng cường tính thanh khoản của thị trường.

Tuy nhiên, giao dịch ký quỹ cũng ẩn chứa mức độ rủi ro cao có khả năng làm tổn hại đến hoạt động của thị trường. Do vậy, giao dịch ký quỹ chỉ được thực hiện ở các thị trường đã phát triển đến một mức độ nhất định, và tỷ lệ ký quỹ cũng được nâng dần lên song song với tiến trình phát triển của thị trường. Giao dịch ký quỹ có hai loại: mua ký quỹ và bán khống.

- **Mua ký quỹ (margin purchase)** là việc mua chứng khoán bằng tài khoản ký quỹ; nhà đầu tư chỉ cần có một số tiền nhất định trong tổng giá trị chứng khoán đặt mua, phần còn lại sẽ do công ty chứng khoán cho vay. Sau khi thực hiện giao dịch, chứng khoán mua được sẽ do công ty nắm giữ để làm vật thế chấp. Khi nhà đầu tư có nhu cầu bán chứng khoán, công ty chứng khoán sẽ thực hiện lệnh bán chứng khoán và thu về phần vốn đã cho nhà đầu tư vay (gồm cả gốc và lãi cho vay). Nhà đầu tư tiến hành giao dịch mua ký quỹ khi kỳ vọng giá chứng khoán sẽ tăng lên.

Muốn thực hiện giao dịch mua ký quỹ, nhà đầu tư phải mở một loại tài khoản đặc biệt đó là tài khoản ký quỹ. Trong hợp đồng mở tài khoản ký quỹ quy định rõ, chủ tài khoản phải đảm bảo được tỷ lệ ký quỹ bắt buộc. Trong đó, tỷ lệ ký quỹ bắt buộc do UBCK quy định và tỷ lệ này càng cao thì giá trị chứng khoán hoặc tiền mà nhà đầu tư đi vay từ CTCK sẽ càng nhỏ. Trong quá trình giao dịch bằng tài khoản ký quỹ, nhà đầu tư phải luôn đảm bảo tỷ

lệ ký quỹ (tính bằng cách lấy giá trị chứng khoán sở hữu chia cho tổng giá trị chứng khoán trên tài khoản) ở trên mức tỷ lệ ký quỹ duy trì do CTCK quy định. Trường hợp tỷ lệ ký quỹ trên tài khoản nhỏ hơn tỷ lệ ký quỹ duy trì, CTCK sẽ phát lệnh ký quỹ (margin call) yêu cầu nhà đầu tư bổ sung thêm tiền hoặc chứng khoán vào tài khoản để đảm bảo tỷ lệ ký quỹ ở trên tỷ lệ ký quỹ duy trì. Nếu như nhà đầu tư không thực hiện lệnh gọi ký quỹ, CTCK có thể sẽ bán số chứng khoán ký quỹ của nhà đầu tư trên tài khoản.

- **Bán khống (short sale)** là việc bán chứng khoán không thuộc sở hữu của nhà đầu tư tại thời điểm bán; hay nói khác bán khống là việc nhà đầu tư vay chứng khoán của công ty chứng khoán để bán vào thời điểm giá cao, sau đó sẽ mua chứng khoán khi giá giảm xuống để trả lại cho công ty chứng khoán.

Vì vậy, khi áp dụng nghiệp vụ bán khống, nhà đầu tư kỳ vọng giá chứng khoán sẽ giảm, điều này ngược lại đối với trường hợp mua ký quỹ.

6.4.8. Giao dịch thầu tóm công ty

Giao dịch thầu tóm công ty (take-over) được thực hiện thông qua phương thức đấu thầu mua cổ phiếu (tender offer) trên thị trường thứ cấp. Mục tiêu của nhà đầu tư khi thực hiện giao dịch thầu tóm công ty là nắm giữ, kiểm soát một khối lượng lớn cổ phiếu có quyền biểu quyết, nhằm nắm quyền kiểm soát công ty, hoặc sáp nhập công ty.

Do tác động của việc mua một khối lượng lớn cổ phiếu của công ty (các nước thường quy định từ 20% cổ phiếu trở lên) làm ảnh hưởng đến giá chứng khoán trên thị trường, nên UBCK các nước thường quy định giao dịch thầu tóm sẽ thực hiện thông qua phương thức đấu thầu mua lại cổ phiếu. Nhà đầu tư muốn thực hiện giao dịch đấu thầu cổ phiếu phải xin phép UBCK và phải nêu rõ: mục tiêu mua cổ phiếu; khối lượng mua; nguồn tiền để thực hiện mua; thời gian thực hiện mua lại; giá chào thầu dự kiến trên thị trường. Khi được UBCK chấp thuận cho phép giao dịch đấu thầu, nhà đầu tư phải công bố công khai thông tin trên phương tiện đại chúng; tổ chức chào thầu; thông báo cho công ty niêm yết mà mình dự kiến mua lại cổ phiếu biết để công ty đó không được phép phát hành cổ phiếu bổ sung, tách, gộp cổ phiếu trong suốt thời gian thực hiện mua đấu thầu.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Trình bày ưu và nhược điểm của hệ thống giao dịch đấu giá theo lệnh và đấu giá theo giá.
2. Trình bày nội dung của các hình thức khớp lệnh, ưu nhược điểm. Liên hệ thực tiễn TTCK Việt Nam?
3. Trình bày nội dung, tính chất, điều kiện áp dụng và lấy ví dụ minh họa các loại lệnh cơ bản và định chuẩn lệnh trong giao dịch chứng khoán? Liên hệ thực tiễn đối với TTCK Việt Nam.
4. Trình bày nội dung các bước trong giao dịch mua bán chứng khoán trên Sở giao dịch chứng khoán?
5. Trình bày nội dung các bước trong giao dịch mua bán chứng khoán trên TTCK phi tập trung. So sánh với việc giao dịch mua bán chứng khoán trên Sở giao dịch chứng khoán.
6. Các giao dịch đặc biệt trên TTCK. Liên hệ thực tiễn và triển vọng áp dụng đối với TTCK Việt Nam.
7. Tại sao lại cho rằng mua bán chứng khoán bằng tài khoản ký quỹ có tác dụng đòn bẩy tài chính đối với nhà đầu tư? Theo Anh (Chị) trong thời gian tới có nên áp dụng mua bán chứng khoán bằng tài khoản ký quỹ không? Vì sao?
8. Bán khống có tác dụng thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển. Hãy bình luận trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay.
9. Phân tích diễn biến giao dịch trên thị trường chứng khoán thời gian qua. Đánh giá về triển vọng phát triển trong tương lai.

CHƯƠNG 7

LƯU KÝ, ĐĂNG KÝ VÀ THANH TOÁN BÙ TRỪ CHỨNG KHOÁN

7.1. NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ LƯU KÝ, ĐĂNG KÝ VÀ THANH TOÁN BÙ TRỪ CHỨNG KHOÁN

7.1.1. Khái niệm

a) Lưu ký chứng khoán

Ở mỗi nước sẽ có những khái niệm riêng về lưu ký chứng khoán nhưng nhìn chung, có thể hiểu lưu ký chứng khoán là: *"Hoạt động tổng hợp bao gồm 2 nghiệp vụ: lưu giữ và điều hành chứng khoán theo sự uỷ thác của người sở hữu chứng khoán"*.

Ở Việt Nam, theo quyết định số 05/1999/QĐ-UBCK3 ngày 27/3/1999, *lưu ký chứng khoán là hoạt động lưu giữ, bảo quản chứng khoán của khách hàng và giúp khách hàng thực hiện các quyền của mình đối với chứng khoán lưu ký*.

Trong lịch sử đã có nhiều hình thức lưu giữ chứng khoán như: tự lưu giữ, lưu giữ tại ngân hàng thương mại hoặc công ty chứng khoán; tái lưu ký (lưu giữ) tại Trung tâm lưu ký chứng khoán.

Thời kỳ đầu của TTCK, nhà đầu tư phải tự giữ và bảo quản chứng khoán cho mình, điều đó đã phát sinh nhiều khó khăn:

- Thứ nhất, các nhà đầu tư phải tự bảo quản chứng khoán trước nguy cơ bị hư hỏng, mất cắp và thất lạc.
- Thứ hai, các nhà đầu tư phải thường xuyên theo dõi những thông tin về chứng khoán đang nắm giữ, chẳng hạn những thông tin về giá cả, những lệnh đặt mua của khách hàng, thời gian chi trả cổ tức của các cổ phiếu...

Thứ ba, tốn nhiều chi phí cho việc vận chuyển và giữ an toàn cho chứng khoán.

Trước những khó khăn trên, các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán đã cung cấp một dịch vụ mới cho các nhà đầu tư chứng khoán, đó là dịch vụ lưu ký chứng khoán. Dịch vụ này một mặt giải quyết được những bất lợi trên cho các nhà đầu tư, mặt khác tạo nguồn thu cho các tổ chức trung gian nhận lưu ký chứng khoán từ phí lưu giữ hộ chứng khoán, thanh toán uỷ nhiệm thu, uỷ nhiệm chi, chiết khấu, thu hộ lợi tức chứng khoán, thanh toán trái phiếu đến hạn...

b) Đăng ký chứng khoán

Đăng ký chứng khoán là hoạt động ghi nhận và theo dõi những thông tin về người sở hữu chứng khoán, bao gồm các thông tin về: loại chứng khoán, số lượng chứng khoán theo từng loại của từng người sở hữu. Ở Việt Nam, theo quyết định số 05/1999/QĐ-UBCK3, đăng ký chứng khoán là việc ghi nhận quyền sở hữu, các quyền khác và nghĩa vụ liên quan của người nắm giữ chứng khoán bằng một hệ thống thông tin lưu giữ trong các tài khoản lưu ký chứng khoán.

Để thực hiện các quyền của mình đối với chứng khoán đang nắm giữ, nhà đầu tư phải thực hiện đăng ký tên mình trong danh sách người sở hữu chứng khoán của tổ chức phát hành và để phân biệt các loại chứng khoán, các chứng khoán cần được đăng ký với những thông tin cơ bản sau: tên, loại chứng khoán, mệnh giá, tổng số chứng khoán phát hành.

Ngoài ra, trong hoạt động đăng ký chứng khoán người sở hữu chứng khoán cũng phải cung cấp thông tin như: tên, quốc tịch, địa chỉ, số chứng khoán nắm giữ...

c) Thanh toán bù trừ chứng khoán

Thanh toán bù trừ chứng khoán là hoạt động luân chuyển chứng khoán trên các tài khoản lưu ký dưới sự điều hành của trung tâm lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán.

Hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán không thực hiện đối với các chứng khoán lưu ký kín, còn đối với các loại chứng khoán được lưu ký mở thì hoạt động này chỉ áp dụng đối với chứng khoán được lưu ký tổng hợp.

Thực chất của hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán là việc chuyển giao quyền sở hữu chứng khoán giữa những khách hàng có chứng khoán đang được lưu ký tổng hợp tại một tổ chức lưu ký. Có nghĩa là: sau khi hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán được hoàn tất thì có sự thay đổi về quy mô phần chứng khoán mà khách hàng đang nắm giữ trong khối lượng chứng khoán lưu ký tổng hợp.

Để thực hiện được hoạt động này, các chứng khoán lưu ký cần có các điều kiện sau:

- Chứng khoán phải là các chứng khoán được chuyển nhượng tự do, vì vậy, thường là các chứng khoán vô danh.
- Chứng khoán phải được lưu ký tổng hợp tại các trung tâm lưu ký.
- Các đối tác giao dịch phải có tài khoản lưu ký tổng hợp tại các trung tâm lưu ký.

7.1.2. Vai trò, chức năng của hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán

a) Vai trò

Hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán có vai trò hết sức quan trọng đối với hoạt động của thị trường chứng khoán, thể hiện:

- Thứ nhất, thực hiện thanh toán các giao dịch chứng khoán, đảm bảo cho các giao dịch chứng khoán được hoàn tất.

Khi giao dịch chứng khoán được thực hiện, cần có sự thanh toán để chuyển giao được quyền sở hữu chứng khoán và thanh toán được tiền giữa các bên tham gia giao dịch. Nhờ hoạt động thanh toán, người mua chứng khoán nhận được chứng khoán và người bán chứng khoán nhận được tiền. Nhiệm vụ của hệ thống là sau mỗi giao dịch, xác định được bên giao chứng khoán và bên nhận chứng khoán, bên trả tiền và bên nhận tiền, khối lượng chứng khoán giao dịch và tổng số tiền thanh toán.

Thứ hai, giúp cho việc quản lý hiệu quả thị trường chứng khoán.

Nhờ nắm được các thông tin về người sở hữu chứng khoán thông qua việc đăng ký chứng khoán, các nhà quản lý biết được tỷ lệ nắm giữ chứng

khoán của những người sở hữu chứng khoán, kịp thời đưa ra các quyết định xử lý khi tỷ lệ sở hữu của một số đối tượng vượt quá mức quy định của pháp luật chứng khoán hiện hành.

Qua hệ thống này, các nhà quản lý cũng như các nhà đầu tư biết được những thông tin về các chứng khoán bị mất cấp hay không còn giá trị lưu hành. Đồng thời, hệ thống cũng đưa ra những quy định đối với các đối tượng tham gia nhằm đảm bảo sự thống nhất giữa các thành viên tham gia hệ thống, góp phần ổn định thị trường.

Thứ ba, giảm chi phí cho các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán.

Khi hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán phát triển đến một mức độ nhất định thì việc quản lý chứng khoán sẽ được thực hiện qua hệ thống tự động. Điều đó làm giảm được thời gian, giảm chi phí, tránh được những nhầm lẫn trong khâu nhận, kiểm đếm chứng khoán khi thanh toán không qua hệ thống.

Ngoài ra, hệ thống thực hiện việc lưu ký tập trung hoặc thực hiện phi vật chất hoá chứng khoán nên tiết kiệm được các chi phí trong in ấn chứng chỉ chứng khoán, bảo quản chứng chỉ.

Thứ tư, góp phần giảm rủi ro cho hoạt động thị trường.

Kinh nghiệm cho thấy, thời gian thanh toán càng dài thì rủi ro xảy ra cho các đối tượng tham gia thị trường càng lớn. Các rủi ro xuất phát từ nhiều nguyên nhân và từ nhiều phía. Rủi ro xảy ra có thể là do lỗi của máy tính hay do lỗi của con người gây ra, hoặc là rủi ro do các đối tượng tham gia mất khả năng thanh toán. Hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán giúp cho thời gian thanh toán được rút ngắn và từ đó góp phần giảm thiểu rủi ro.

Với hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán, hầu hết các thanh toán đều được thực hiện qua bút toán ghi sổ, giảm bớt đáng kể sự chuyển giao chứng khoán vật chất, làm giảm rủi ro do bị mất cấp. Bên cạnh đó, hệ thống này cho phép chúng ta có thể tiến hành thanh toán bù trừ song phương và đa phương, từ đó rút ngắn thời gian và an toàn, giảm chi phí so với hình thức thanh toán bù trừ theo từng lần giao dịch.

Thứ năm, đảm bảo thực hiện thanh toán nhanh góp phần giúp các đối tượng của hệ thống tăng vòng quay của vốn.

Khi chưa có hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán, việc chuyển giao chứng khoán tốn nhiều chi phí, thời gian kiểm đếm, kiểm tra tính thật giả của chứng khoán, và sự lãng phí này xảy ra cho cả hai bên mua và bán chứng khoán.

Sự xuất hiện của hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán đã tiết kiệm được chi phí và thời gian cho các đối tượng tham gia thị trường. Việc thanh toán bù trừ chứng khoán nhanh tạo điều kiện cho các giao dịch tiếp theo được thực hiện, giúp cho nhà đầu tư nắm được thời cơ kinh doanh, đồng vốn được quay vòng nhanh hơn.

b) Chức năng

Hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán có các chức năng sau:

- Thứ nhất, quản lý các chứng khoán lưu ký của khách hàng.
- Thứ hai, ghi nhận quyền sở hữu và các thông tin về tình hình thay đổi của các chứng khoán lưu ký cho khách hàng.
- Thứ ba, cung cấp thông tin về chứng khoán giả mạo, mất cắp.
- Thứ tư, thực hiện các nghiệp vụ thanh toán tiền và chuyển giao chứng khoán sau khi các giao dịch được thực hiện.
- Thứ năm, xử lý các thông tin về việc thực hiện quyền của người sở hữu chứng khoán đối với các tổ chức phát hành như: thông báo họp đại hội đồng cổ đông, đại diện uỷ quyền... và giúp khách hàng thực hiện quyền thông qua mạng lưới của hệ thống.
- Thứ sáu, phân phối lãi, trả vốn gốc và cổ tức cho người sở hữu chứng khoán.
- Thứ bảy, giúp quản lý tỷ lệ nắm giữ của người sở hữu chứng khoán.
- Thứ tám, cung cấp các dịch vụ khác liên quan đến chứng khoán như: cầm cố chứng khoán, thu hộ thuế...

7. 2. HOẠT ĐỘNG LƯU KÝ CHỨNG KHOÁN

7.2.1. Các nguyên tắc của hoạt động lưu ký chứng khoán

- Mỗi khách hàng chỉ được mở tài khoản lưu ký tại một thành viên lưu ký. Khách hàng sẽ đặt lệnh, giao dịch thông qua chính thành viên lưu ký.
- Khách hàng là cá nhân tổ chức trong nước chỉ được mở tài khoản lưu ký tại thành viên lưu ký trong nước.
- Khách hàng là cá nhân, tổ chức nước ngoài phải mở tài khoản lưu ký tại thành viên lưu ký nước ngoài.
- Các thành viên lưu ký phải mở tài khoản lưu ký chứng khoán cho khách hàng tách biệt với tài khoản lưu ký chứng khoán của chính các thành viên.
- Các chứng khoán niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán phải được lưu ký tập trung tại Sở giao dịch chứng khoán.
- SGDCK mở và quản lý tài khoản lưu ký cho các thành viên để hạch toán và quản lý các chứng khoán ký gửi cho thành viên. Phần chứng khoán thuộc sở hữu khách hàng của thành viên sẽ được hạch toán vào tài khoản giao dịch chứng khoán của khách hàng do SGDCK mở đứng tên thành viên.
- Khi lưu ký chứng khoán tập trung tại Sở giao dịch chứng khoán, thành viên lưu ký phải nộp cho Sở giao dịch chứng khoán đầy đủ các chứng từ theo quy định.
- Chứng khoán được lưu ký phải hợp lệ, không bị hư hỏng và không thuộc loại bị cấm trao đổi.
- Thành viên lưu ký chứng khoán giao chứng khoán phải đảm bảo đủ chứng khoán trên tài khoản thanh toán bù trừ chứng khoán, phù hợp với các chứng từ thanh toán chứng khoán.

7. 2. 2. Các hình thức lưu ký chứng khoán.

Lưu ký chứng khoán được chia thành 2 hình thức, đó là lưu ký chứng khoán đóng (lưu ký kín) và lưu giữ chứng khoán mở.

7. 2. 2. 1. Lưu ký chứng khoán đóng

Đây là hình thức lưu giữ trong đó khách hàng thuê kết an toàn của ngân hàng để lưu giữ và bảo quản chứng khoán của mình.

Thông thường, mỗi ngân kết được ký hiệu theo số riêng và có hai ổ khoá. Một ổ khoá ngoài do ngân hàng quản lý (ngày nay ổ khoá ngoài được điều hành tự động từ trung tâm), ổ khoá trong do khách hàng quản lý. Ổ khoá trong chỉ có một chìa duy nhất và do khách hàng nắm giữ. Sau khi ký kết hợp đồng thuê kết, khách hàng tự động đưa chứng khoán của mình vào lưu giữ trong kết mà không cần sự hiện diện của người thứ hai, kể cả đại diện của ngân hàng.

Ngân hàng không có quyền biết những gì liên quan đến chứng khoán được lưu giữ trong kết. Vì vậy, ngân hàng không thể thực hiện được các nghiệp vụ liên quan đến chứng khoán như thu hộ lợi tức, thực thi các quyền và nghĩa vụ phát sinh từ chứng khoán. Ngân hàng chỉ có quyền thuê mở khoá kết và tạm giữ chứng khoán trong trường hợp khách hàng không thanh toán phí thuê kết sau một thời hạn quy định trong hợp đồng.

Hình thức lưu ký này về bản chất chỉ là sự lưu giữ, bảo quản chứng khoán cho khách hàng. Trong hình thức này, tổ chức lưu giữ chỉ chịu trách nhiệm bảo hiểm tài sản ký gửi theo một hạn mức nhất định. Một khi giá trị chứng khoán ký gửi của khách hàng trên hạn mức này vẫn còn tồn tại thì khách hàng phải thông báo cho tổ chức lưu ký và tổ chức này sẽ thực hiện chức năng "đại lý hợp đồng bảo hiểm chứng khoán" phục vụ khách hàng lưu ký.

7.2.2.2. Lưu ký mở

Đây là hình thức lưu giữ chứng khoán trong đó chứng khoán được trao cho tổ chức lưu giữ và tổ chức này không chỉ thực hiện chức năng bảo quản mà còn thực hiện cả chức năng điều hành chứng khoán theo sự uỷ thác của khách hàng.

Căn cứ vào trách nhiệm và quyền hạn của tổ chức lưu ký trong việc điều hành chứng khoán, lưu ký mở được chia thành:

- Lưu ký biệt lập;

- Lưu ký hoán đổi;
- Lưu ký tổng hợp;
- Lưu ký tại tổ chức thứ ba;;
- Lưu ký thế chấp;
- Lưu ký phong toả;

a. Lưu ký biệt lập: đây là hoạt động lưu ký chứng khoán trong đó chứng khoán của khách hàng độc lập với chứng khoán của tổ chức lưu ký. Tổ chức lưu ký có trách nhiệm lưu giữ chứng khoán theo các ký hiệu riêng được lập cho từng khách hàng, theo từng chủng loại chứng khoán và phải cất giữ chứng khoán biệt lập với chứng khoán của tổ chức lưu ký cũng như của các khách hàng lưu ký khác.

Khi ngân hàng mua hộ chứng khoán cho các khách hàng và đưa vào lưu ký biệt lập theo hợp đồng mua bán với khách hàng thì trong một tuần ngân hàng phải gửi cho khách hàng bản danh mục chứng khoán đã mua và đã đưa vào lưu ký, trong đó phải ghi rõ chủng loại, mã số giá trị tính theo mệnh giá và các đặc tính khác (nếu có) của chứng khoán được mua. Bản thông báo ký hiệu mã số chứng khoán được coi là bằng chứng về việc quyền sở hữu chứng khoán đã được trao cho người mua.

Khi trong hợp đồng lưu ký không có quy định về hình thức lưu ký khác thì đương nhiên được coi là lưu ký biệt lập cho dù điều đó không được thể hiện trong hợp đồng.

Tổ chức nhận lưu ký cũng được phép đưa chứng khoán của khách hàng lưu ký biệt lập tại một tổ chức thứ ba (thường là các trung tâm lưu ký chứng khoán lớn) mà không cần phải có văn bản uỷ quyền của khách hàng. Khi đó tổ chức nhận lưu ký được coi là tổ chức trung gian lưu ký.

Nghiệp vụ lưu ký biệt lập bao gồm nhiều công đoạn phức tạp nên chi phí lưu ký rất cao.

a. Lưu ký hoán đổi:

Đây là hình thức lưu ký trong đó cho phép tổ chức lưu ký chuyển trả cho khách hàng của mình số chứng khoán cùng chủng loại chứ không nhất thiết phải cùng mã số.

Khác với lưu ký biệt lập, ở hình thức lưu ký hoán đổi, mỗi một giao dịch lưu ký (tức mỗi đợt lưu ký) cần phải lập một hợp đồng lưu ký riêng và quy định rõ hình thức lưu ký hoán đổi.

Quyền sở hữu của chủ lưu ký hoán đổi cũng khá phức tạp. Cụ thể: trước khi hoán đổi thì chủ lưu ký là chủ sở hữu của số chứng khoán được lưu ký còn sau hoán đổi thì lại là chủ sở hữu của số chứng khoán thay thế.

Lưu ký hoán đổi được xem là bước đệm hình thành nên lưu ký tổng hợp.

b. Lưu ký tổng hợp:

Lưu ký tổng hợp là hình thức lưu ký trong đó tổ chức lưu ký được phép tập hợp chung tất cả các loại lưu ký được phép chuyển nhượng tự do thuộc vùng chuyển khoản của nhiều chủ sở hữu thành một khối lượng tổng hợp.

Khi chuyển chứng khoán vào lưu ký tổng hợp, các chủ sở hữu trở thành các đồng sở hữu phân lưu ký trong khối lượng chứng khoán tổng hợp của cùng chủng loại chứng khoán mà mình lưu ký.

Như vậy, từng chủ sở hữu không có quyền đòi hỏi tổ chức lưu ký chuyển trả chính các tờ chứng khoán của mình, chỉ có quyền đòi chuyển trả số lượng tờ chứng khoán đã đưa vào lưu ký hay số lượng với giá trị tính theo mệnh giá. Nếu tổ chức lưu ký bị phá sản thì các chủ lưu ký được hưởng đặc quyền truy đòi tài sản của mình.

Chuyển khoản chỉ được phép đưa vào lưu ký tổng hợp khi có văn bản uỷ quyền cụ thể của khách hàng lưu ký.

Lưu ký tổng hợp được phân chia thành: lưu ký nội ngân hàng và lưu ký tại trung tâm thanh toán bù trừ.

- Lưu ký nội ngân hàng là việc lưu giữ chứng khoán tại trụ sở của ngân hàng lưu ký.

- Lưu ký tại trung tâm thanh toán bù trừ chứng khoán là việc lưu giữ khối lượng chứng khoán tổng hợp của ngân hàng lưu ký tại trung tâm. Trong giao dịch này, khách hàng lưu ký chỉ cần lập một lần duy nhất hợp đồng tổng hợp và tất cả các đợt lưu ký tổng hợp của khách hàng đều được tự động đưa vào lưu ký tại Ngân hàng lưu ký này.

Lưu ký tổng hợp có ưu điểm:

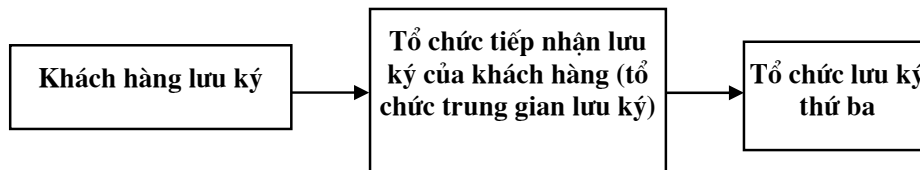
- Khách hàng không phải tốn nhiều chi phí giao dịch và chi phí lưu ký do áp dụng hình thức chuyển khoản chứng khoán mà không cần chuyển chứng khoán về mặt cơ học.

- Khách hàng lưu ký chỉ cần lập một lần hợp đồng uỷ thác lưu ký tổng hợp tại trung tâm thanh toán bù trừ nên thủ tục đơn giản và tạo cho khách hàng khả năng thực hiện các giao dịch chứng khoán mà không cần trực tiếp tới tổ chức nhận lưu ký.

d. Lưu ký tại tổ chức thứ 3:

Là hình thức lưu ký trong đó các tổ chức lưu ký có quyền đứng tên tổ chức mình đưa chứng khoán của khách hàng vào lưu ký tại tổ chức lưu ký khác (tổ chức thứ 3) theo phương thức lưu ký biệt lập hay lưu ký tổng hợp mà không cần phải có văn bản uỷ quyền cụ thể của khách hàng lưu ký.

Về mặt bản chất đó là việc tái lưu ký chứng khoán của thành viên.



Hình thức này thường được áp dụng:

- Đối với chứng khoán thuộc khối lượng chứng khoán tổng hợp tại một ngân hàng lưu ký.

- Khi tổ chức trung gian lưu ký không có đủ hệ thống kết an toàn lưu giữ.

- Khi muốn lưu trữ chứng khoán tại địa điểm gần các SGDCK.

Nếu theo phương thức lưu ký tổng hợp:

- Khi chuyển chứng khoán vào lưu ký tổng hợp, tổ chức trung gian lưu ký phải thông báo rõ cho tổ chức thứ ba về việc chứng khoán của tổ chức trung gian lưu ký hay của khách hàng. Nếu không có thông báo thì mặc nhiên công nhận số chứng khoán đó thuộc quyền sở hữu khách hàng của tổ chức trung gian lưu ký.

- Tổ chức lưu ký có trách nhiệm lập tài khoản cho một tổ chức trung gian lưu ký. Đó là:

+) Tài khoản lưu ký A: tài khoản chứng khoán của tổ chức trung gian lưu ký.

+) Tài khoản lưu ký B: tài khoản chứng khoán cho khách hàng.

Mỗi khi điều hành chứng khoán trên tài khoản lưu ký B, tổ chức trung gian lưu ký phải gửi bản minh chứng điều hành chứng khoán trên tài khoản lưu ký B theo lệnh của khách hàng. Khi điều hành chứng khoán trên tài khoản lưu ký A, tổ chức trung gian lưu ký phải gửi văn bản thông báo rõ chứng khoán thuộc sở hữu của chính tổ chức lưu ký.

Tổ chức lưu ký thứ ba chỉ được phép phong toả chứng khoán của khách hàng thuộc tổ chức trung gian lưu ký khi phát sinh các khoản phải thu liên quan đến chứng khoán trên các tài khoản nay như các khoản phí lưu ký chưa được thanh toán.

Tổ chức lưu ký chỉ được phép thế chấp chứng khoán của khách hàng được lưu ký tại tổ chức lưu ký thứ ba trong các trường hợp:

- Khi tổ chức trung gian lưu ký cấp tín dụng cho khách hàng lưu ký và được thế chấp bằng chứng khoán được đưa vào lưu ký tổng hợp tại tổ chức này.

- Khách hàng lưu ký có văn bản uỷ quyền cho tổ chức trung gian lưu ký tại tài khoản chứng khoán của mình khi tổ chức này có nhu cầu tái cấp vốn từ tổ chức lưu ký thứ ba.

e. Lưu ký thế chấp của khách hàng:

Đây là hình thức lưu ký trong đó chứng khoán hiện đang lưu ký trên tài khoản chứng khoán của khách hàng được tổ chức trung gian lưu ký đem thế chấp cho đối tác thứ ba (chủ nợ) để vay vốn. Khi đó, tổ chức lưu ký phải đóng dấu thế chấp kèm họ tên (tên hiệu) của người chủ nợ (mà chứng khoán được thế chấp cho người chủ nợ này) tại các phần chứng khoán được thế chấp trên tài khoản lưu ký khách hàng.

Việc chuyển quyền sở hữu các chứng khoán được thế chấp có thể được thực hiện như sau:

- Tách chứng khoán khỏi tài khoản lưu ký khi có lệnh yêu cầu chuyển giao chứng khoán.
- Thông qua một hợp đồng giữa tổ chức tín dụng (tổ chức lưu ký) và khách hàng lưu ký (người thế chấp) tạo quyền đồng sở hữu trực tiếp số chứng khoán được thế chấp. Trong trường hợp này, việc chuyển giao chứng khoán chỉ được thực hiện theo cách chuyển giao đồng thời cho người lưu ký và chủ nợ.

f. Lưu ký phong tỏa:

Lưu ký phong tỏa là hình thức lưu ký trong đó người chủ sở hữu sẽ không được sử dụng phần tài sản thuộc tài khoản lưu ký phong tỏa, số chứng khoán này chỉ có mục đích là để đảm bảo an toàn cho chủ sở hữu hay các khách hàng của chủ sở hữu trong các trường hợp sau:

- Các tổ chức bảo hiểm đối với số vốn dự phòng bắt buộc theo luật định của các tổ chức này.
- Các công ty đầu tư vốn đối với các tài sản quỹ thuộc diện không chế sử dụng (điều hành) theo quy định trong điều lệ quỹ.

7.2.3. Hoạt động lưu ký chứng khoán

Hoạt động lưu ký chứng khoán bao gồm các nội dung sau đây:

7.2.3.1. Mở tài khoản lưu ký chứng khoán

Tài khoản lưu ký chứng khoán là tài khoản dùng để hạch toán việc gửi, rút hoặc chuyển nhượng chứng khoán; hạch toán việc giao và nhận chứng khoán.

Tài khoản lưu ký chứng khoán gồm các loại:

- Tài khoản chứng khoán giao dịch
- Tài khoản chứng khoán cầm cố
- Tài khoản chứng khoán chờ niêm yết

- Tài khoản chứng khoán chờ rút
- Tài khoản thanh toán bù trừ chứng khoán đã giao dịch
- Các tài khoản khác

Khách hàng muốn gửi chứng khoán tại thành viên lưu ký thì phải làm thủ tục mở tài khoản lưu ký chứng khoán và khách hàng chỉ được phép đặt lệnh, giao dịch thông qua chính thành viên lưu ký đó, thành viên lưu ký có nghĩa vụ mở và quản lý tài khoản lưu ký chứng khoán cho mỗi khách hàng gửi chứng khoán.

Trung tâm giao dịch chứng khoán sẽ mở tài khoản lưu ký chứng khoán để hạch toán và quản lý các chứng khoán ký gửi cho thành viên lưu ký. Đương nhiên, trung tâm giao dịch chứng khoán cũng sẽ mở tài khoản cho phần chứng khoán thuộc sở hữu của khách hàng của thành viên lưu ký tách biệt với phần chứng khoán của chính thành viên lưu ký đó.

7.2.3.2. Ký gửi chứng khoán

Đây là bước trong đó khách hàng gửi chứng khoán thuộc sở hữu của họ vào thành viên lưu ký nơi họ mở tài khoản lưu ký chứng khoán. Sau đó, thành viên lưu ký sẽ tái ký gửi chứng khoán của khách hàng vào trung tâm giao dịch chứng khoán (quá trình lưu ký 2 cấp)

Quy trình ký gửi chứng khoán được tiến hành như sau:

- *Ký gửi chứng khoán tại thành viên lưu ký*

Khách hàng nộp chứng khoán tại thành viên lưu ký, nơi khách hàng mở tài khoản lưu ký chứng khoán. Để xác định chính xác chủ sở hữu chứng khoán, đối với các chứng chỉ cổ phiếu, trái phiếu ghi danh khi ký gửi phải có ký hậu của khách hàng trên tờ chứng chỉ. Trong các trường hợp khác, cần phải có các căn cứ xác minh quyền sở hữu chứng khoán của người sở hữu chứng khoán do tổ chức phát hành lập.

- *Thành viên lưu ký tiếp nhận và hạch toán chứng khoán ký gửi*

Sau khi nhận được đầy đủ hồ sơ lưu ký chứng khoán do khách hàng nộp, thành viên lưu ký hạch toán sổ cổ phiếu, trái phiếu cho khách hàng gửi

vào tài khoản lưu ký chứng khoán của khách hàng và gửi cho khách hàng bản xác nhận ký gửi chứng khoán. Thành viên lưu ký chứng khoán vào trung tâm giao dịch chứng khoán.

Sau khi thành viên tái lưu ký số chứng khoán của khách hàng vào Trung tâm lưu ký thuộc Sở giao dịch chứng khoán và nhận được giấy báo Có của Trung tâm thì thời điểm đó khách hàng mới được phép đặt lệnh giao dịch hay tiến hành nghiệp vụ khác đối với số chứng khoán ký gửi.

- Thành viên tái lưu ký chứng khoán vào Trung tâm lưu ký chứng khoán

Chứng khoán ký gửi của khách hàng được thành viên tái lưu ký vào trung tâm giao dịch trong thời gian sớm nhất. Quy trình tái lưu ký của khách hàng do thành viên thực hiện phụ thuộc vào hình thức chứng khoán ký gửi là các chứng khoán chiết khấu hay chứng khoán ghi sổ.

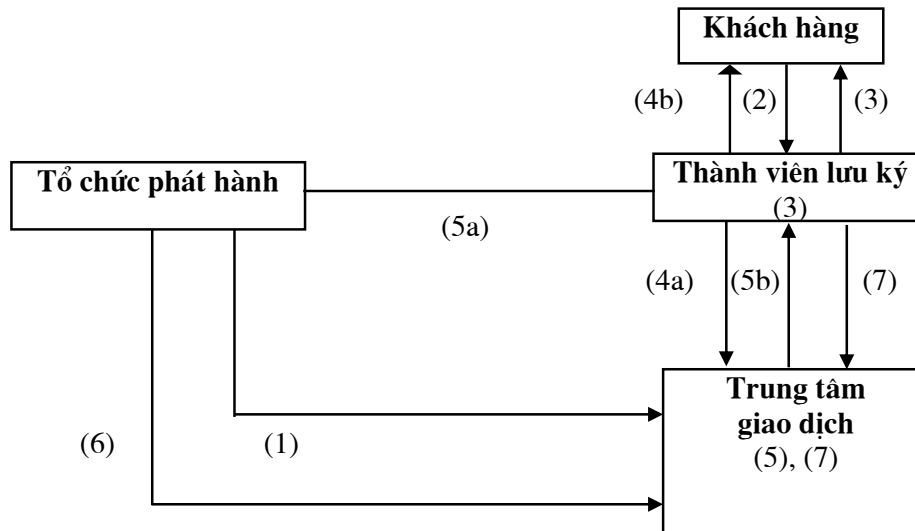
Đối với các chứng chỉ chứng khoán, thành viên lưu ký trực tiếp mang số chứng khoán này đến trung tâm lưu ký chứng khoán để làm thủ tục lưu ký.

Trong trường hợp chứng khoán là chứng khoán ghi sổ, được thể hiện dưới hình thức giấy chứng nhận quyền sở hữu chứng khoán do tổ chức phát hành cấp, thì quy trình lưu ký chứng khoán hiện nay quy định các thành viên lập và gửi cho các tổ chức phát hành lập danh sách cổ đông sở hữu chứng khoán, có kèm giấy chứng nhận sở hữu chứng khoán để tổ chức phát hành kiểm tra danh sách cổ đông sở hữu chứng khoán của công ty. Danh sách cổ đông sở hữu chứng khoán lưu ký của công ty sau đó được tổ chức phát hành gửi cho trung tâm lưu ký chứng khoán.

- Trung tâm lưu ký chứng khoán tiếp nhận và hạch toán chứng khoán lưu ký.

Căn cứ vào số chứng khoán do thành viên tái lưu ký, trung tâm lưu ký chứng khoán hạch toán vào tài khoản chứng khoán giao dịch của khách hàng của thành viên hoặc của chính thành viên lưu ký. Sau đó trung tâm lưu ký chứng khoán gửi giấy báo Có xác nhận việc gửi chứng khoán cho thành viên lưu ký. Chứng khoán của khách hàng được bảo quản và lưu ký tập trung tại kho lưu ký chứng khoán của trung tâm.

Sơ đồ tiếp nhận và hạch toán chứng khoán lưu ký ở TTCK Việt Nam



Chú thích nội dung các bước:

(1): Tổ chức phát hành làm thủ tục đăng ký, lưu ký

(2): Khách hàng ký gửi chứng chỉ chứng khoán hoặc nộp giấy chứng nhận quyền sở hữu chứng khoán

(3): Thành viên hạch toán vào tài khoản lưu ký khách hàng và thông báo cho khách hàng

(4a): Thành viên ký gửi chứng chỉ chứng khoán

(4b): Thành viên lập danh sách khách hàng lưu ký chứng khoán ghi sổ; gửi danh sách này cho tổ chức phát hành

(5a): Tổ chức phát hành đối chiếu danh sách khách hàng với danh sách cổ đông, gửi cho thành viên kết quả xác nhận.

(5b): Trung tâm hạch toán vào tài khoản lưu ký của thành viên và xác nhận với thành viên.

(6): Tổ chức phát hành nộp danh sách cổ đông kèm theo thông báo về thành viên lưu ký mà khách hàng đã ký gửi chứng khoán.

(7): Trung tâm giao dịch chứng khoán thực hiện bút toán ghi tương ứng trên các tài khoản lưu ký.

7.2.3.3. Lưu ký ghi sổ chứng khoán đặt mua trong đợt phát hành mới

Đây là phương thức lưu ký trong đó chứng khoán của các khách hàng đặt mua trong đợt phát hành mới nhận được bằng cách thực hiện bút toán ghi sổ tài khoản trực tiếp vào hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán thông qua các thành viên lưu ký, tổ chức phát hành (hay tổ chức bảo lãnh phát hành).

Với phương thức lưu ký này, người sở hữu chứng khoán sẽ được lưu ký ngay số chứng khoán đặt mua vào trung tâm lưu ký chứng khoán, không được sở hữu vật chất cũng như tự mình nắm giữ chứng khoán rồi sau đó mới đem đến lưu ký tại trung tâm lưu ký chứng khoán thông qua thành viên lưu ký. Như vậy, khi đó tổ chức phát hành không phải đặt in các chứng chỉ chứng khoán vật chất để chuyển trả cho khách hàng đặt mua chứng khoán, họ chỉ phải tập hợp danh sách phân bổ chứng khoán mà khách hàng đặt mua rồi gửi cho trung tâm lưu ký chứng khoán. Trung tâm lưu ký chứng khoán sẽ hạch toán số chứng khoán tương ứng của thành viên lưu ký đồng thời gửi xác nhận việc gửi chứng khoán cho các thành viên lưu ký có liên quan.

Phương thức này tiện lợi và hiệu quả xét trên hai khía cạnh: quản lý hệ thống và lợi ích kinh tế của các bên tham gia. Tính tiện lợi của phương pháp này giống với việc thanh toán không dùng tiền mặt qua hệ thống ngân hàng. Hiện nay, tại hầu hết thị trường chứng khoán các nước, phương thức lưu ký ghi sổ đã được áp dụng rất rộng rãi.

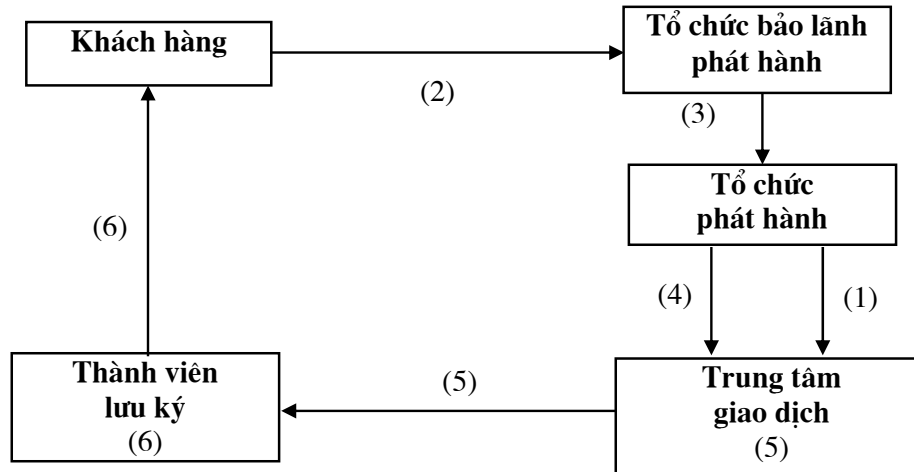
Tại Việt Nam, do điều kiện thị trường và thói quen tâm lý của người đầu tư, hiện nay việc lưu ký ghi sổ chứng khoán khi phát hành mới, phát hành thêm để tăng vốn chưa thực sự được áp dụng rộng rãi (chỉ áp dụng đối với trái phiếu Chính phủ).

Các trường hợp áp dụng hình thức lưu ký ghi sổ ở Việt Nam hiện nay gồm có:

- Phát hành mới
- Phát hành thêm để tăng vốn
- Phát hành cổ phiếu thưởng
- Chuyển đổi Trái phiếu chuyển đổi
- Thực hiện quyền mua cổ phiếu

- Thực hiện quyền tách gộp cổ phiếu
- Phát hành trái phiếu chính phủ để niêm yết trên thị trường chứng khoán

Sơ đồ quy trình lưu ký ghi sổ chứng khoán đặt mua trong đợt phát hành mới, phát hành thêm ở TTCK Việt Nam



Chú thích nội dung các bước:

- (1): Tổ chức phát hành nộp hồ sơ đăng ký lưu ký
- (2): Khách hàng đặt mua chứng khoán phát hành mới, phát hành thêm để tăng vốn tại tổ chức bảo lãnh phát hành
- (3): Tổ chức bảo lãnh phát hành lập danh sách khách hàng đặt mua chứng khoán, gửi danh sách khách hàng cho tổ chức phát hành.
- (4): Tổ chức phát hành lập danh sách phân bổ chứng khoán cho khách hàng và gửi cho trung tâm giao dịch chứng khoán.
- (5): Trung tâm giao dịch chứng khoán phân bổ chứng khoán vào các tài khoản lưu ký chứng khoán và gửi cho thành viên lưu ký bản sao kê kết quả phân bổ chi tiết đến từng khách hàng.
- (6): Thành viên lưu ký phân bổ số chứng khoán khách hàng ký gửi vào tài khoản lưu ký chứng khoán của từng khách hàng, gửi giấy xác nhận đã gửi chứng khoán cho khách hàng.

7.3. HOẠT ĐỘNG ĐĂNG KÝ CHỨNG KHOÁN.

7.3.1. Nguyên tắc của hoạt động đăng ký chứng khoán

Hoạt động đăng ký chứng khoán phải được tiến hành theo các nguyên tắc sau đây:

- Tất cả các loại chứng khoán niêm yết phải được đăng ký tập trung tại Sở giao dịch chứng khoán
- Chứng khoán phải được đăng ký tách biệt cho từng loại theo các thông tin về: loại chứng khoán, mệnh giá, tên, quốc tịch của người sở hữu chứng khoán, số của chứng chỉ, chứng khoán nếu có, số chứng khoán mà người đó nắm giữ...
- Khi có sự thay đổi về quyền sở hữu chứng khoán thì thành viên lưu ký phải nộp các tài liệu liên quan đến sự thay đổi này theo quy định để tiến hành việc đăng ký lại.

7.3.2. Hoạt động đăng ký chứng khoán

Việc đăng ký chứng khoán bao gồm các hoạt động:

- Đăng ký các chứng khoán mới phát hành
- Quản lý sổ đăng ký người sở hữu chứng khoán.
- Quản lý sổ đăng ký chứng khoán mới chuyển nhượng, sổ đăng ký chứng khoán cầm cố.
- Lập danh sách người sở hữu chứng khoán để chuẩn bị đại hội cổ đông hàng năm.
- Thực hiện các công việc liên quan đến thanh toán cổ tức.
- Thực hiện các nghiệp vụ đăng ký chứng khoán liên quan đến tăng vốn của công ty phát hành.
- Giám sát tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài.
- Các công việc khác theo quy định của Ủy ban.

7.4. HOẠT ĐỘNG THANH TOÁN BÙ TRỪ CHỨNG KHOÁN

7.4.1. Nguyên tắc thanh toán bù trừ chứng khoán

Các hình thức tổ chức thị trường chứng khoán khác nhau sẽ có các hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán khác nhau. Nhưng dù tổ chức thị trường chứng khoán ở trình độ nào thì các thị trường cũng đều phải tuân theo các nguyên tắc chung như sau:

- Hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán chỉ được thực hiện đối với các loại chứng khoán được phép lưu ký tổng hợp tại các trung tâm lưu ký.
- Việc thanh toán bù trừ chứng khoán phải tuân thủ nguyên tắc giao chứng khoán đồng thời với thanh toán trả tiền.
- Thanh toán bù trừ chứng khoán được thực hiện thông qua nghiệp vụ bù trừ đa phương và thanh toán từng giao dịch cho các thành viên tham gia (phương thức bù trừ song phương chỉ áp dụng trong một số trường hợp, một số loại giao dịch nhất định theo các quy định).
- Hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán được áp dụng cho mọi giao dịch trên thị trường chứng khoán và thanh toán tiền qua hệ thống ngân hàng thanh toán chỉ định. Nguyên tắc này buộc các đối tác giao dịch phải có tài khoản lưu ký chứng khoán tổng hợp và tài khoản tiền tại các trung tâm lưu ký, thanh toán bù trừ chứng khoán (các công ty chứng khoán thành viên và các ngân hàng thương mại được cơ quan Nhà nước có thẩm quyền cấp giấy phép).
- Các hoạt động và các dịch vụ thanh toán bù trừ phải được thực hiện tại bộ phận thanh toán bù trừ. Trước khi thực hiện việc giải quyết chuyển giao chứng khoán, các thành viên phải hoàn tất thủ tục thanh toán theo các quy định, mẫu hướng dẫn tại bộ phận thanh toán của trung tâm thanh toán bù trừ.

7.4.2. Quy trình của hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán

Hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán tuân theo các bước:

Bước 1: Chuẩn bị thanh toán

- Lập báo cáo giao dịch

Mục tiêu: Để xác nhận việc hình thành các nghĩa vụ và quyền lợi của các bên liên quan đến giao dịch.

Các thành viên lưu ký tổng hợp các giao dịch và báo cáo với bộ phận thanh toán bù trừ các thông tin: tên các bên tham gia giao dịch; loại và số lượng chứng khoán được giao dịch; địa điểm; thời gian và điều kiện giao dịch.

Tùy theo, mức độ phức tạp của hệ thống bù trừ mà có thể có các hình thức báo cáo sau:

- *Hình thức thủ công*: Các thành viên thực hiện báo cáo giao dịch thông qua các bảng mẫu, biểu do tổ chức thanh bù trừ quy định.
- *Hình thức bán tự động*: Các thành viên báo cáo giao dịch qua các bảng mẫu, biểu để nhập dữ liệu vào một máy tính tại tổ chức bù trừ.
- *Hình thức tự động hoàn toàn*: Máy tính của các thành viên truyền tới tổ chức thanh toán bù trừ các thông tin cần thiết về các giao dịch chứng khoán đã thực hiện.

- Đối chiếu giao dịch

Sau khi nhận được các báo cáo giao dịch từ các thành viên lưu ký thì bộ phận thanh toán bù trừ sẽ so sánh, tổng hợp các chi tiết các giao dịch. Hoạt động này thực hiện việc xử lý dưới hình thức văn bản hoặc trên mạng on-line, tùy thuộc vào hình thức báo cáo của thành viên lưu ký.

Trong quá trình tổng hợp và đối chiếu các báo cáo giao dịch, nếu phát hiện các báo cáo giao dịch có lỗi thì bộ phận bù trừ phải gửi báo lỗi cho các bên có liên quan để tiến hành hủy bỏ giao dịch đó và thay bằng các giao dịch khác.

Bước 2: Bù trừ và thanh toán

Đây là quá trình có hai bước riêng biệt là bù trừ và thanh toán.

Bù trừ: Là quá trình xử lý các báo cáo giao dịch chứng khoán nhằm đưa ra một con số cuối cùng mà các thành viên phải thanh toán vào ngày

thanh toán. Đó chính là việc xác định chính xác các thành viên phải giao hoặc nhận số chứng khoán hoặc tiền của mình vào ngày thanh toán.

Công việc này được thực hiện bằng hệ thống bù trừ của trung tâm thanh toán bù trừ nhằm bù trừ cuối ngày các kết quả tiền và chứng khoán cho các bên tham gia. Có 2 phương thức bù trừ:

- *Bù trừ song phương*: Là hình thức mà ở đó, trung tâm thanh toán bù trừ thực hiện các bút toán bù trừ đơn lẻ theo từng cặp đối tác đối với một loại chứng khoán để tìm ra số lượng tiền và chứng khoán thực phải trả cho mỗi bên.

Việc bù trừ song phương chỉ sử dụng trong kế toán nội bộ hoặc sơ bộ giữa các bên tham gia theo từng bên đối tác ban đầu.

- *Bù trừ đa phương*: sau khi nhận được các báo cáo giao dịch, trung tâm thanh toán bù trừ tập hợp các kết quả giao dịch và đưa vào hệ thống tính toán tự động để bù trừ kết quả giữa các bên tham gia trong giao dịch và thanh toán. Hệ thống máy tính sẽ tập hợp các khoản nợ và có về chứng khoán của mỗi bên, tự động bù trừ hỗn hợp theo từng loại chứng khoán để đưa ra kết quả cuối cùng của ngày giao dịch.

Trong ngày giao dịch, mỗi bên tham gia có thể tiến hành nhiều hoạt động mua và bán cùng một loại chứng khoán với nhiều bên tham gia khác nhau. Nhưng vào cuối ngày, mỗi bên sẽ chỉ có một món nợ phải trả hay một khoản phải thu đối với một loại chứng khoán nào đó.

Hoạt động này, trên thực tế đã làm giảm đáng kể khối lượng luân chuyển tiền và chứng khoán so với việc thực hiện giao nhận tiền và chứng khoán trên thị trường bằng cách thủ công.

Thanh toán: hiện nay, có các hình thức thanh toán khác nhau như sau:

- *Thanh toán từng giao dịch*: Là phương thức thanh toán được thực hiện cho từng giao dịch mua bán. Sau khi mỗi giao dịch được thực hiện thì người mua (bán) sẽ nhận được số chứng khoán (tiền) theo đúng khối lượng đã giao dịch.

Đây là hình thức cơ bản nhất của việc thanh toán giao dịch chứng khoán nhưng phương thức này chỉ phù hợp với thị trường có quy mô nhỏ.

- *Thanh toán bù trừ liên tục*: Là phương thức thanh toán được thực hiện bởi hệ thống thanh toán bù trừ đóng vai trò trung gian giữa các đối tác và các thành viên trong thanh toán các giao dịch đã được xác nhận.

- *Thanh toán cuốn chiếu*: là hình thức thanh toán quy định số ngày để thực hiện thanh toán tất cả các giao dịch. Hình thức này cho phép các giao dịch được thực hiện các bước thanh toán trong chu kỳ thanh toán cuốn chiếu vào tất cả các ngày làm việc trong tuần.

Bước 3: Chuyển giao bằng bút toán ghi sổ hoặc chuyển giao vật chất các chứng chỉ chứng khoán.

Trong thanh toán bù trừ chứng khoán, việc chuyển giao vật chất các chứng khoán từ tổ chức lưu ký này sang tổ chức tín dụng khác được thay thế bằng phương thức chuyển giao bởi bút toán ghi sổ hay phương thức chuyển giao vật chất các chứng chỉ chứng nhận quyền sở hữu chứng khoán. Tại trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán, các chứng khoán được "*phi vật chất hoá*" và tập trung hoá theo các chứng chỉ chứng khoán, điều này tạo điều kiện thuận lợi cho việc áp dụng phương thức chuyển giao bằng bút toán ghi sổ và chuyển giao vật chất các chứng chỉ chứng khoán.

Tại trung tâm thanh toán bù trừ chứng khoán, việc chuyển giao chứng khoán giữa các thành viên lưu ký được thực hiện thông qua hệ thống điện tử. Điều này giúp cho việc thanh toán được thực hiện chính xác, tạo điều kiện áp dụng một hệ thống thanh toán tiền đồng thời với chuyển giao chứng khoán, từ đó tăng tính hấp dẫn của thị trường chứng khoán đối với các nhà đầu tư.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Trình bày vai trò và chức năng của hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán.
2. Trình bày những đặc điểm cơ bản của hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán trên TTCK Việt Nam hiện nay. Hệ thống đó có ảnh hưởng gì đến hiệu quả hoạt động của TTCK.
3. Các hình thức lưu ký chứng khoán? Liên hệ thực tiễn đối với Việt Nam.
4. Trình bày nội dung các bước trong thực hiện nghiệp vụ lưu ký chứng khoán?
5. Trình bày nguyên tắc và quy trình thanh toán bù trừ chứng khoán. Liên hệ với thực tiễn TTCK Việt Nam.

CHƯƠNG 8

HỆ THỐNG THÔNG TIN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

8.1. GIỚI THIỆU VỀ HỆ THỐNG THÔNG TIN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Hệ thống thông tin của TTCK là hệ thống chỉ tiêu, tư liệu liên quan đến chứng khoán và TTCK, là những chỉ tiêu phản ánh bức tranh của TTCK và tình hình kinh tế, chính trị tại những thời điểm hoặc thời kỳ khác nhau của từng quốc gia, từng ngành, nhóm ngành... theo phạm vi bao quát của mỗi loại thông tin.

Hệ thống thông tin thị trường chứng khoán rất đa dạng và phong phú. Hệ thống này được ví như hệ thống mạch máu trong cơ thể người, giúp cho thị trường vận hành liên tục và thông suốt, đảm bảo cung cấp đầy đủ thông tin cho nhà đầu tư, cơ quan quản lý điều hành và các tổ chức nghiên cứu. Thị trường chứng khoán hoạt động hết sức nhạy cảm và phức tạp, nhưng phải đảm bảo nguyên tắc công bằng, công khai, mọi nhà đầu tư đều có quyền bình đẳng trong việc tiếp nhận thông tin. Không ai được phép có đặc quyền trong tiếp nhận thông tin, hoặc sử dụng các thông tin nội bộ, thông tin chưa được phép công bố để đầu tư chứng khoán nhằm trục lợi. Có thể nói, TTCK là thị trường của thông tin, ai có thông tin chính xác và khả năng phân tích tốt thì sẽ đầu tư có hiệu quả, ngược lại nhà đầu tư thiếu thông tin hoặc thông tin sai lệch (tin đồn) sẽ phải chịu tổn thất khi ra các quyết định đầu tư.

Có thể phân tổ các thông tin trên thị trường theo các tiêu thức sau:

1. Phân tổ theo loại chứng khoán

- Thông tin về cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư
- Thông tin về trái phiếu
- Thông tin về các chứng khoán phái sinh

2. Phân tổ theo phạm vi bao quát

- Thông tin đơn lẻ của từng nhóm chứng khoán

- Thông tin ngành
- Thông tin nhóm ngành
- Thông tin nhóm cổ phiếu đại diện và tổng thể thị trường.
- Thông tin của SGDCK hay cả quốc gia, thông tin có tính quốc tế.

3. Phân tổ theo thời gian

- Thông tin quá khứ, thông tin hiện tại và thông tin dự báo cho tương lai
- Thông tin theo thời gian (phút, ngày...)
- Thông tin tổng hợp theo thời gian (tuần, tháng, quý, năm...)

4. Phân tổ theo nguồn thông tin

- Thông tin trong nước và quốc tế
- Thông tin của các tổ chức tham gia thị trường: tổ chức niêm yết; công ty chứng khoán và thông tin của SGDCK.
- Thông tin tư vấn của các tổ chức tư vấn đầu tư và tổ chức xếp hạng tín nhiệm.
- Thông tin từ các phương tiện thông tin đại chúng (báo, truyền hình, mạng Internet...).

8.2. CÁC NGUỒN THÔNG TIN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

8.2.1. Thông tin từ tổ chức niêm yết

Chứng khoán là một dạng tài sản tài chính (khác với tài sản thực) được niêm yết giao dịch trên dịch trên thị trường chứng khoán bởi chính tổ chức phát hành. Ngoài yếu tố quan hệ cung - cầu, giá chứng khoán được hình thành dựa trên "sức khoẻ" của chính công ty phát hành. Do vậy, các thông tin liên quan đến tổ chức phát hành đều tác động tức thời lên giá chứng khoán của chính tổ chức đó, và trong những chừng mực nhất định có thể tác động lên toàn bộ thị trường. Trên thị trường chứng khoán, vấn đề công bố thông tin công ty (corporate disclosure) được xem là yếu tố quan trọng hàng đầu trong hệ thống thông của thị trường, bảo đảm cho thị trường hoạt động công bằng, công khai và hiệu quả, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

Nội dung thông tin liên quan đến tổ chức phát hành bao gồm các thông tin trước khi phát hành, sau khi phát hành chứng khoán ra công chúng, và sau khi chứng khoán được niêm yết giao dịch trên thị trường tập trung. Các thông tin bao gồm:

- **Thông tin trên bản cáo bạch (*prospectus*)**. Bản cáo bạch là bản thông cáo của tổ chức phát hành khi thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng, nhằm giúp cho nhà đầu tư hiểu rõ về tình hình hoạt động kinh doanh, tài chính,...và các thông tin khác về mục tiêu phát hành chứng khoán của tổ chức phát hành.

- **Thông tin định kỳ** là những thông tin do tổ chức niêm yết công bố vào những thời điểm theo quy định của cơ quan quản lý như: hàng năm, bán niên; hàng quý; hàng tháng. Nội dung thông tin liên quan đến các báo cáo tài chính; kết quả hoạt động kinh doanh; báo cáo lưu chuyển tiền tệ...vv. Các báo cáo thường niên phải có ý kiến của tổ chức kiểm toán độc lập được UBCK chấp thuận.

- **Thông tin bất thường** là những thông tin được tổ chức niêm yết công bố ngay sau khi xảy ra các sự kiện quan trọng, làm ảnh hưởng đến giá chứng khoán hoặc lợi ích của người đầu tư. Thông thường, các thông tin này được công bố trong vòng 24h00 sau khi xảy ra sự kiện, hoặc sau 3 ngày. Nội dung các thông tin bất thường do cơ quan quản lý quy định.

- **Thông tin theo yêu cầu** là việc công bố thông tin khi UBCK hoặc SGDCK yêu cầu cần phải công bố thông tin do có những dấu hiệu bất thường, hoặc tin đồn trên thị trường có tác động đến giá chứng khoán.

8.2.2. Thông tin từ SGDCK

Đây là các thông tin từ cơ quan quản lý và vận hành thị trường, được công bố cập nhật trên hệ thống thông tin của SGDCK (qua bảng hiển thị điện tử; thiết bị đầu cuối; bản tin thị trường; mạng Internet, Website...vv). Nội dung thông tin do SGDCK công bố bao gồm:

-Thông tin từ nhà quản lý thị trường

+ Hệ thống các văn bản, chính sách ban hành mới; thay đổi, bổ sung, huỷ bỏ...vv.

- + Đình chỉ giao dịch hoặc cho phép giao dịch trở lại các chứng khoán.
- + Công bố ngày giao dịch không được hưởng cổ tức, lãi và các quyền kèm theo.
- + Các chứng khoán thuộc diện bị kiểm soát, cảnh báo.
- + Huỷ bỏ niêm yết hoặc cho niêm yết lại.
- + Đình chỉ thành viên hoặc cho phép thành viên hoạt động trở lại.

- **Thông tin về tình hình thị trường:** thông tin giao dịch của 5 cổ phiếu hàng đầu; giao động giá cổ phiếu hàng ngày; cổ phiếu đạt mức giá trần, sàn...

- **Thông tin về diễn biến của thị trường:**

+ Thông tin về giao dịch trên thị trường (giá mở cửa, đóng cửa; giá cao nhất và thấp nhất trong ngày giao dịch; khối lượng giao dịch; giá trị giao dịch; giao dịch lô lớn; giao dịch mua bán lại cổ phiếu của tổ chức niêm yết).

+ Thông tin về lệnh giao dịch (giá chào mua, chào bán tốt nhất; quy mô đặt lệnh; số lượng lệnh mua, hoặc bán).

+ Thông tin về chỉ số giá (chỉ số giá cổ phiếu tổng hợp; bình quân giá cổ phiếu; chỉ số giá trái phiếu).

- **Thông tin về tình hình của các tổ chức niêm yết.**

- **Thông tin về các nhà đầu tư:** giao dịch lô lớn; giao dịch thầu tóm công ty; giao dịch đấu thầu mua cổ phiếu...vv.

- **Thông tin về hoạt động của công ty chứng khoán thành viên.**

8.2.3. Thông tin từ các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán

Bao gồm các thông tin về chính các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán (báo cáo tài chính; hoạt động kinh doanh; lưu chuyển tiền tệ...vv) và các thông tin liên quan đến tình hình thị trường và nhà đầu tư (số tài khoản giao dịch; tỷ lệ ký quỹ; giao dịch bảo chứng; bảo lãnh phát hành, tư vấn...vv).

8.2.4. Thông tin về giao dịch chứng khoán

Các thông tin về giao dịch được thông báo trên bảng điện tử kết quả giao dịch trên SGDCK và trên các phương tiện thông tin đại chúng như: báo,

tạp chí.... Mẫu thông tin mà nhà đầu tư thường thấy đối với một chứng khoán như sau:

Cổ phiếu: xyz

(1)		(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
52 week		Stock	Div	Yld	P/E	Sales	High	Low	Close	Net Chg
High	Low									

Giải thích ý nghĩa của các cột:

Cột 1- 52 weeks Cho biết trong vòng 48 tuần gần đây, giá cao nhất và thấp nhất của chứng khoán xyz là bao nhiêu?

Cột 2 - Stock: Cho biết tên cổ phiếu

Cột 3 - Div: Chỉ biết cổ tức mà tổ chức phát hành chi trả trong thời gian gần đây

Cột 4 - Yld là chữ viết tắt của Yield, nghĩa là tỷ suất lợi tức của năm gần đây nhất. Tính bằng cách lấy cổ tức chia cho giá cổ phiếu (cột 3/cột 9)

Cột 5 - PE là hệ số Price Earning Ratio, là tỷ lệ giữa giá cổ phiếu hiện tại với thu nhập tính trên một cổ phiếu trong năm gần nhất.

Cột 6 - Sales cho biết doanh số bán trong ngày tính theo đơn vị là lô chẵn.

Cột 7- High: Cho biết giá thực hiện cao nhất trong ngày

Cột 8 - Low: Cho biết giá thực hiện thấp nhất trong ngày

Cột 9 - Net Chg (Net change): Cho biết mức thay đổi giá đóng cả của ngày thông báo so với ngày trước đó.

8.3. CHỈ SỐ GIÁ CHỨNG KHOÁN

8.3.1. Chỉ số giá cổ phiếu

Chỉ số giá cổ phiếu là thông tin thể hiện giá chứng khoán bình quân hiện tại so với giá bình quân thời kỳ gốc đã chọn.

Chỉ số giá cổ phiếu được xem là phong vũ biểu thể hiện tình hình hoạt động của TTCK. Đây là thông tin rất quan trọng đối với hoạt động của thị trường của nhà đầu tư và các nhà phân tích kinh tế.

Tất cả các TTCK đều xây dựng hệ thống chỉ số giá cổ phiếu cho riêng mình.

Giá bình quân thời kỳ gốc trong so sánh chỉ số giá thường được lấy là 100. Thí dụ, khi thông báo về TTCK như chỉ số giá Hàn Quốc KOSPI ngày 9/1/1998 là 440,28 điểm có nghĩa đó là chỉ số giá cổ phiếu của ngày 9/1/1998 so với ngày gốc đã chọn là ngày 1/4/1980 với giá gốc là 100. So sánh giá trị chỉ số giữa 2 thời điểm khác nhau ta được mức biến đổi giá giữa 2 thời điểm đó. Nếu trị giá chỉ số KOSPI ngày 10/1/1998 là 445,78 điểm thì có nghĩa là "TTCK Hàn Quốc đã có dấu hiệu phục hồi với chỉ số KOSPI đã tăng 5,5 điểm trong ngày 10/1/1998". Nếu đem số này so sánh với giá đóng cửa hôm trước và nhân với 100 thì ta có sự biến đổi theo %: $(5,5 / 440,28) * 100 = 1,25\%$

Chỉ số giá cổ phiếu được tính cho:

- Từng cổ phiếu.
- Tất cả cổ phiếu của từng thị trường: ví dụ như chỉ số KOSPI; Hangseng;
- Từng ngành, nhóm ngành: như chỉ số ngành công nghiệp của Mỹ (DJIA)
- Thị trường quốc tế như chỉ số Hang Seng Châu Á (HSAIS).

Ngoài ra, một số chỉ tiêu sau cũng thường được thống kê, tổng hợp đối với chỉ số giá và thông báo rộng rãi: chỉ số giá trong ngày; ngày đó so với ngày trước; so với đầu năm; chỉ số cao nhất hoặc thấp nhất trong năm..vv.

Chỉ số giá có thể được tính theo thời gian (so sánh theo thời gian) hoặc theo không gian để so sánh giữa các vùng lãnh thổ khác nhau.

Các phương pháp tính chỉ số giá hiện nay

a) Chỉ số giá bình quân giản đơn

Đây là chỉ số bình quân số học giản đơn, không có sự tham gia của quyền số:

$$I = \frac{\sum P_t}{\sum P_o}$$

Trong đó: I: Là chỉ số giá bình quân giản đơn.

P_t : Là giá thời kỳ t của các hàng hoá tham gia tính toán.

P_o : Là giá thời kỳ gốc chọn trước.

Chỉ số này tính toán rất đơn giản vì không phải theo dõi sự biến động của quyền số. Nhưng chỉ số này chứa đựng tính chất của số bình quân giản đơn, bởi vậy, chỉ nên ứng dụng khi tổng thể (hay giá các loại hàng hoá đưa vào tính toán) là khá đồng đều, hay phương sai của chúng không quá lớn.

b) Chỉ số giá bình quân gia quyền

Chỉ số giá bình quân gia quyền là chỉ số giá bình quân được tính có sự tham gia của khối lượng, có nghĩa là biến đổi giá của những nhân tố có tỷ trọng khối lượng trong tổng thể càng lớn thì ảnh hưởng càng nhiều đến chỉ giá chung và ngược lại:

$$I = \frac{\sum q P_t}{\sum q P_o}$$

Trong đó: I: Là chỉ số giá bình quân gia quyền.

P_t : Là giá thời kỳ báo cáo.

P_o : Là giá thời kỳ gốc

q: Là khối lượng (quyền số), có thể theo thời kỳ gốc hoặc thời kỳ báo cáo, cũng có thể là cơ cấu của khối lượng.

Chỉ số giá bình quân gia quyền có ưu điểm là có đề cập đến quyền số trong quá trình tính toán. Phương pháp tính phức tạp hơn. Tuy nhiên, do chọn rõ đại diện theo nhiều tiêu thức và mỗi tiêu thức cũng có ưu nhược

điểm riêng, nên trong nhiều trường hợp chỉ số này không phản ánh đúng tình hình giao dịch của thị trường.

c) Chỉ số giá bình quân Laspeyres

Chỉ số giá bình quân Laspeyres là chỉ số giá bình quân gia quyền, lấy quyền số là khối lượng thời kỳ gốc. Như vậy kết quả tính sẽ phụ thuộc vào cơ cấu quyền số thời kỳ gốc:

$$I_L = \frac{\sum q_0 p_t}{\sum q_0 p_0}$$

Trong đó: I_L : Là chỉ số giá bình quân Laspeyres

p_t : Là giá thời kỳ báo cáo

p_0 : Là giá thời kỳ gốc

q_0 : Là khối lượng (quyền số) thời kỳ gốc hoặc cơ cấu của khối lượng thời kỳ gốc.

Chỉ số này có ưu điểm là không phải theo dõi liên tục sự biến động của quyền số, vì quyền số gốc đã có sẵn ngay ở lần tính đầu tiên.

Tuy nhiên, cũng vì đặc điểm trên chỉ số này có nhược điểm là không cập nhật được sự thay đổi của khối lượng trong quá trình giao dịch, mua bán.

d) Chỉ số giá bình quân Paascher

Chỉ số giá bình quân Paascher là chỉ số giá bình quân gia quyền lấy quyền số là khối lượng thời kỳ báo cáo. Như vậy kết quả tính sẽ phụ thuộc vào cơ cấu quyền số thời báo cáo.

$$I_P = \frac{\sum q_t p_t}{\sum q_t p_0}$$

Trong đó: I_P : Là chỉ số giá Paascher

p_t : Là giá thời kỳ cần tính

p_0 : Là giá thời kỳ gốc

q_t : Là khối lượng (quyền số) thời kỳ tính hoặc cơ cấu của khối lượng thời báo cáo.

Chỉ số này có nhược điểm là phải thường xuyên cập nhật quyền số (tỷ trọng) và phương pháp tính cũng phức tạp hơn nhưng có ưu điểm là thường xuyên cập nhật được khối lượng hàng hoá thời kỳ báo cáo và vì thế khả năng phản ánh sự biến động của thị trường tốt hơn.

e) Chỉ số giá bình quân Fisher.

Chỉ số giá bình quân Fisher là chỉ số giá bình quân nhân giữa chỉ số giá Paascher và chỉ số giá Laspayres.

$$I_F = \sqrt{I_P \times I_L}$$

Trong đó: I_F : Là chỉ số giá Fisher

I_P : Là chỉ số giá Paasche

I_L : Là chỉ số giá bình quân Laspeyres

Chỉ số này có ưu điểm là loại trừ được phần nào hai nhược điểm của hai phương pháp Paascher và Laspeyre mắc phải.

8.3.2. Một số chỉ số giá chứng khoán quốc tế

8.3.2.1. Các chỉ số giá cổ phiếu của TTCK Hồng Kông

Chỉ số HangSeng (HSI) Hồng Kông.

Chỉ số này do công ty HSI Service Ltd, một công ty do Ngân hàng HangSeng sở hữu tính toán và công bố. Chỉ số này được công bố đầu tiên vào tháng 11/1969. Đây là chỉ số được niêm yết rộng rãi nhất của TTCK Hồng Kông cả ở trong nước và quốc tế. HSI được tính từng phút trong phiên giao dịch và được thông tin ra trong nước và quốc tế qua mạng thông tin tài chính và đại chúng như TeleText, Reuters, Telerate, Bloomberg...vv. Từ năm 1996, Công ty HSI Service Ltd đã xuất bản bản tin hàng ngày về chỉ số Hang Seng, trong đó đưa tin về chỉ số này và các chỉ số phụ của nó, cứ 15 phút một lần bản tin sẽ đưa ra những thông báo mới, bao gồm các mức giá cao nhất, thấp nhất và giá đóng cửa của mỗi ngày giao dịch. HSI là chỉ số giá quyền giá trị của 33 loại cổ phiếu. Ngày gốc là ngày 31/7/1964 với trị giá gốc là 100. Khi đưa thêm 4 chỉ số phụ vào năm 1985, ngày gốc được đổi thành ngày 13/01/1984 và trị giá gốc là 975,47 (giá đóng cửa của ngày đó).

Chỉ số tổng hợp cổ phiếu thường Hồng Kông (AOI).

Chỉ số này là chỉ số gia quyền giá trị của tất cả các cổ phiếu thường được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hồng Kông. Nó được tính toán và công bố lần đầu vào ngày 2/1/1989. Ngày gốc là ngày 2/4/1996 với trị giá gốc là 1000. Chỉ số này có 7 chỉ số ngành: tài chính; dịch vụ; bất động sản; xây dựng; công nghiệp; khách sạn; các ngành khác.

Cho dù chỉ số AOI tiêu biểu hơn HSI, nhưng một vài loại cổ phiếu trong đó có giao dịch rất ít. Ví dụ, trong 10 ngày giao dịch cuối tháng 6/1996 khoảng 18% số cổ phiếu được niêm yết không có giao dịch nào. Do vậy, giá yết của các loại cổ phiếu này không phản ánh đúng thực giá thị trường của chúng. Tuy nhiên, các cổ phiếu ít giao dịch này chỉ chiếm một cơ cấu nhỏ trong tổng thể nên chúng có ảnh hưởng rất ít đến giá trị của AOI.

Chỉ số tham chiếu HangSeng London của Hồng Kông (HSLRI).

Hiện nay, 28 trong số 33 loại cổ phiếu hợp thành HSI được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán London (LSE). Chỉ số tham chiếu HangSeng London là chỉ số phản ánh sự biến đổi giá cả của 28 loại chứng khoán thuộc HSI nhưng có niêm yết và giao dịch ở LSE.

Chỉ số HangSeng Châu á của Hồng Kông (HSAI)

Đây là chỉ số khu vực đầu tiên dựa trên 8 chỉ số cổ phiếu của các nước Châu Á:

- Chỉ số HangSeng (HongKong)
- Chỉ số giá hỗn hợp JSX (Indonesia)
- Chỉ số giá hỗn hợp Korea
- Chỉ số hỗn hợp KLSE (Malaysia)
- Chỉ số hỗn hợp PSE (Philipin)
- Chỉ số tổng hợp SES (Singapore)
- Chỉ số SET (Thái Lan)
- Chỉ số quyền số vốn huy động (Đài loan)

Chỉ số này được công bố hàng ngày vào 6.15'h chiều (giờ Hồng Kông). Nó được tính toán và công bố khi có ít nhất 5 chỉ số cấu thành có thông tin

và các chỉ số không giao dịch (do ngày lễ, ngày nghỉ..) sẽ được đưa vào theo giá đóng cửa của ngày trước đó.

8.3.2.2. Các loại chỉ số giá cổ phiếu của Mỹ

Chỉ số Dow Jones (Dow Jones Average)

Chỉ số Dow Jones là chỉ số giá chứng khoán, phản ánh sự biến động bình quân của giá chứng khoán thuộc thị trường chứng khoán NewYork, một thị trường chứng khoán lớn nhất thế giới.

Chỉ số Dow Jones hiện nay là chỉ số giá chung của 65 chứng khoán đại diện, thuộc nhóm hàng đầu (Blue chip) trong các chứng khoán được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán NewYork. Nó bao hàm 3 chỉ số thuộc 3 nhóm ngành: Công nghiệp DJIA (Dow Jones Industrial Average), Vận tải DJTA (Dow Jones Transportation Average) và Dịch vụ DJUA (Dow Jones Utilities Average).

Chỉ số DJIA (Dow Jones công nghiệp).

Chỉ số Dow Jones công nghiệp là chỉ số lâu đời nhất ở Mỹ do ông Charles H. Dow cùng với công ty mang tên ông thu thập giá đóng cửa của chứng khoán để tính và công bố trên Wall Street Journal từ năm 1896. Khởi đầu công ty chỉ tính giá bình quân số học của 12 cổ phiếu. Ngày tính đầu tiên là ngày 26/5/1896 với mức giá bình quân ngày này là 40,94\$. Năm 1916, số lượng cổ phiếu để tính chỉ số là 20 cổ phiếu và năm 1928 tăng lên là 30 cổ phiếu và giữ nguyên số lượng này cho đến ngày nay. Trong quá trình đó thường xuyên có sự thay đổi các công ty trong nhóm Top 30. Mỗi khi có công ty chứng tỏ là không thuộc tiêu chuẩn Top 30 của các cổ phiếu Blue Chip nữa thì sẽ có công ty khác thay thế.

Chỉ số DJTA (Dow Jones vận tải).

Chỉ số này được công bố đầu tiên vào ngày 26/10/1896 và cho đến 2/1/1970 vẫn mang tên chỉ số công nghiệp đường sắt, vì thời gian này vận tải đường sắt là chủ yếu. Chỉ số DJTA bao gồm 20 cổ phiếu của 20 công ty vận tải đại diện cho ngành đường sắt, đường thủy và hàng không được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán NewYork.

Chỉ số ngành phục vụ công cộng (DJUA)

Chỉ số này được công bố trên tờ báo Wall Street từ tháng 1 năm 1929. Chỉ số này được tính dựa vào giá đóng cửa của chứng khoán 15 công ty lớn nhất trong ngành khí đốt và điện.

Như vậy, tuy chỉ số DowJones chỉ tính đối với 65 loại cổ phiếu khác nhau nhưng khối lượng giao dịch của chúng chiếm đến hơn 3/4 khối lượng giao dịch của TTCK NewYork, bởi vậy, chỉ số DowJones thường phản ánh đúng xu thế biến động giá của thị trường chứng khoán Mỹ.

Chỉ số giá chứng khoán nói chung, chỉ số Dow Jones nói riêng được coi là phong vũ biểu, hay là nhiệt kế để đo tình trạng sức khỏe của nền kinh tế xã hội. Thông thường nền kinh tế lên (tăng trưởng) thì chỉ số tăng và ngược lại. Ở TTCK NewYork, Sở giao dịch sẽ đóng cửa 30 phút nếu chỉ số DowJones giảm ở mức 250 điểm và đóng cửa 3 giờ nếu giảm 500 điểm. Nếu số tăng, giảm này ta đem so với ngày hôm trước ta sẽ có sự biến động theo %. Các thị trường cũng thường thông báo sự biến động giá chứng khoán thông qua tiêu thức điểm và phần trăm.

NASDAQ Composite Index (NASDAQCI - National Association of Securities Dealers Automated Quotation System).

Chỉ số chứng khoán này là chỉ số tổng hợp của 4700 công ty, kể cả của Mỹ và nước ngoài được niêm yết trên TTCK NASDAQ. Ngày cơ sở là ngày 5/2/1971 với trị giá gốc là 100, có tính thêm các chỉ số phụ cho các nhóm ngành: ngân hàng, máy tính, công nghiệp, bảo hiểm, vận tải, tài chính khác và bưu chính viễn thông.

New York Stock Exchange Index (NYSEI)

Là chỉ số tính theo phương pháp bình quân gia quyền giá trị cho tất cả các chứng khoán ở NYSE. Ngày cơ sở là ngày 31/12/1964, quyền số thay đổi theo giá trị thị trường. Trị giá cơ sở là 50 USD và biến đổi của nó được thể hiện theo điểm. Các chỉ số phụ bao gồm chỉ số cho ngành công nghiệp, vận tải, phục vụ công cộng và chỉ số tổng hợp cho khu vực tài chính.

Amex Major Market Index (XMI) của Mỹ

Đây là chỉ số tính theo phương pháp gia quyền với quyền số giá cả của 20 cổ phiếu đang làm ăn phát đạt nhất (blue chip) trong ngành công nghiệp

được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Mỹ. Chỉ số này do AMEX tính và tương đối giống DJIA, trong đó có 15 cổ phiếu thuộc nhóm các cổ phiếu của DJIA.

Amex Market Value Index (XAM) của Mỹ.

Chỉ số này do AMEX tính và công bố từ 4/9/1973, theo phương pháp tính gia quyền với quyền số là giá trị thị trường (quyền số giá trị). Ngày gốc trong tháng 9/1973 bao gồm 800 cổ phiếu đại diện cho tất cả các ngành kỹ nghệ đang giao dịch trên Amex.

Dow Jones World Stock Index của Mỹ.

Chỉ số này là chỉ số bình quân giá trị của 2600 công ty trên thế giới, đại diện cho 80% trị giá thị trường chứng khoán quốc tế. Hiện tại, các công ty là đối tượng tính chỉ số này tập trung ở 25 nước thuộc các khu vực: Bắc Mỹ, Châu Âu và vùng Châu Á, Thái Bình Dương. Ngày gốc là ngày 31/12/1991 và trị giá gốc là 100. Chỉ số này được tính cho từng nhóm ngành, có phân theo vùng, quốc gia. Chỉ số đối với từng nước tính theo đồng nội tệ, và USD, Pound của Anh, Mark của Đức, Yên của Nhật. Chỉ số cho vùng và thế giới được tính theo 4 loại ngoại tệ trên.

NASDAQ - 100 Index của Mỹ.

Chỉ số được tính từ năm 1985 cho 100 công ty phi tài chính lớn nhất được niêm yết tại TTCK NASDAQ. Chỉ số tính theo phương pháp bình quân gia quyền giá trị. Tất cả công ty tham gia chỉ số có mức vốn thị trường tối thiểu là 400 triệu USD vào tháng 10/1993 và được chọn theo tiêu thức trị giá giao dịch và tiêu biểu trên thị trường. Tháng 2/1994 trị giá chỉ số giảm một nửa do chứng quyền (right) được đưa vào giao dịch tại Chicago Board Option Exchange.

Russell Indexes của Mỹ

Các chỉ số này do công ty Frank Russell của Tacoma - Washington tính bằng phương pháp bình quân gia quyền giá trị. Russell 3000 Index bao gồm 3000 cổ phiếu có giá trị thị trường lớn nhất. Ngoài ra có Russell 1000, Russell 2000, Russell Top 200; Russell 2500...

Chỉ số S&P 500 (Standard & poors) của Mỹ: đây là chỉ số giá bình quân giá trị, tổng hợp của 500 loại cổ phiếu. Nó bao gồm các cổ phiếu được niêm yết trên NYSE, một số thuộc nhóm cổ phần của AMEX & NASDAQ. Chỉ số này bao gồm 381 cổ phiếu thuộc ngành công nghiệp, 47 cổ phiếu thuộc các ngành dịch vụ công cộng, 56 cổ phiếu thuộc ngành tài chính và 16 cổ phiếu thuộc ngành vận tải và đại diện cho 74% trị giá trị trường của tất cả các cổ phiếu được giao dịch trên NYSE. Ngoài ra, còn có chỉ số S&P 100, tính trên cơ sở S&P 500 và cách tính cũng tương tự như S & P 500.

Value Line Composite Average của Mỹ

Đây là chỉ số tổng hợp quyền số như nhau, bao gồm 1700 cổ phiếu của NYSE và AMEX và trên thị trường OTC. Trị giá cơ sở là 100, ngày cơ sở là ngày 30/6/1961. Sự thay đổi chỉ số giá được tính theo điểm. Chỉ số này cũng tính cho 3 nhóm ngành: công nghiệp; vận tải; dịch vụ công cộng.

Wilshire 5000 Equity Index

Đây là chỉ số có phạm vi rộng nhất. Chỉ số này tính theo quyền số giá trị. Nó bao gồm hơn 6000 cổ phiếu giao dịch ở NYSE, AMEX, hệ thống thị trường quốc gia NASDAQ. Ngày cơ sở là ngày 31/12/1980.

8.3.2.3. Các chỉ số chứng khoán của Anh

Chỉ số FT-30

FT-30 là chỉ số giá của 30 cổ phiếu công nghiệp hàng đầu của thị trường chứng khoán London. Chỉ số này được công bố theo từng giờ kể từ 10 giờ sáng đến 3 giờ chiều và vào lúc đóng cửa Sở giao dịch chứng khoán London. Thời gian gốc là năm 1935 với giá trị gốc 100.

Chỉ số FT-SE 100

Là chỉ số giá của 100 cổ phiếu hàng đầu tại Sở giao dịch chứng khoán London. Ngày gốc là 3/1/1984, với giá trị gốc là 1000.

8.3.2.4. Các chỉ số giá cổ phiếu của Hàn Quốc

Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc đã đưa ra chỉ số giá cổ phiếu Hàn Quốc bắt đầu từ năm 1972 nhằm đưa ra một thước đo toàn diện cho xu thế của thị trường. Đây là chỉ số bình quân gia quyền được tính dựa trên một số cổ phiếu tiêu biểu đại diện cho toàn bộ thị trường. Ngày cơ sở của chỉ số này

là ngày 4/1/1972 với trị giá cơ sở là 100. Chỉ số cơ sở được tính dựa trên cổ phiếu của 35 công ty với trị giá nhưng đến ngày 4/1/1979 số công ty niêm yết đã lên đến con số 153, vì vậy, mà ngày cơ sở của chỉ số này đã được điều chỉnh sang ngày 4/1/1975.

Chỉ số KOSPI tổng hợp

Chỉ số giá cổ phiếu tổng hợp của Hàn Quốc được áp dụng từ đầu năm 1983. Chỉ số này được tính dựa trên tổng giá trị thị trường và ngày cơ sở của chỉ số này là ngày 4/1/1980 với giá trị chỉ số cơ sở là 100.

8.3.2.5 Các chỉ số giá cổ phiếu của Nhật Bản.

Chỉ số Nikkei 225

Chỉ số Nikkei là chỉ số tổng hợp cổ phiếu với quyền số giá cả của 225 cổ phiếu thuộc Sở giao dịch chứng khoán Tokyo và 250 cổ phiếu thuộc Sở giao dịch Osaka. Chỉ số này do Thời báo kinh tế Nhật Bản tính toán và công bố (Thời báo Nikkei). Chỉ số này còn được gọi là chỉ số Nikkei - Dow vì phương pháp tính của nó như phương pháp tính các chỉ số Dow Jones.

Chỉ số TOPIX

Chỉ số này tính cho tất cả chứng khoán niêm yết quan trọng của thị trường chứng khoán Tokyo. Thời điểm gốc là 4/1/1968 với giá trị gốc là 100.

8.3.2.6. Các chỉ số giá cổ phiếu khác

Chỉ số CAC (Pháp)

Tính cho 240 cổ phiếu hàng đầu tại sở giao dịch chứng khoán Paris. Ngày gốc là ngày 31/12/1981, với giá trị gốc là 100.

Chỉ số DAX (Đức)

Tính cho 30 cổ phiếu hàng đầu của Đức. Ngày gốc là ngày 31/12/1987 với giá trị gốc là 1000.

Chỉ số tổng hợp chứng khoán Malaysia (KLSE):

Chỉ số tổng hợp của Sở giao dịch Chứng khoán Kuala Lumpur được đưa vào sử dụng từ ngày 04/4/1983 với 83 cổ phiếu, các cổ phiếu được lựa chọn đại diện cho các khu vực khác nhau của thị trường. Sau đó số cổ phiếu đại

diện tăng lên tới 100. Ngày nay, Sở giao dịch Chứng khoán Kuala Lumpur cũng thực hiện việc tính các chỉ số cho các khu vực chính được giao dịch: hàng tiêu dùng, công nghiệp thương mại/dịch vụ, tài chính, bất động sản, khai khoáng và trồng trọt. Ngoài ra, có hai loại chỉ số phụ khác được tính toán và đưa vào sử dụng từ ngày 2/1/1991 và chỉ số tất cả các cổ phiếu được giao dịch trên quầy giao dịch chính được sử dụng vào 10/1991. Các chỉ số này được máy tính tính từng phút và được chuyển ngay tới các công ty môi giới thông qua các trạm đầu cuối MASA.

8.3.3. Chỉ số giá trái phiếu

Chỉ số giá trái phiếu là chỉ số so sánh mức giá trái phiếu tại thời điểm so sánh với mức giá tại thời điểm gốc đã chọn. Chỉ số giá trái phiếu phản ánh sự biến động của mức lãi suất (nếu là một loại trái phiếu) và mức lãi suất bình quân (nếu là một danh mục các loại trái phiếu).

8.4. HỆ THỐNG THÔNG TIN VÀ CHỈ SỐ GIÁ CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM (VN INDEX)

Ở Việt Nam, thông tin TTCK được quy định trong quyết định 47/2000/QĐ-UBCK1 ngày 19 tháng 6 năm 2001 của Chủ tịch UBCK Nhà nước bao gồm các thông tin chủ yếu sau:

- Thông tin về giao dịch chứng khoán
- Thông tin về chỉ số giá chứng khoán
- Thông tin về quản lý thị trường
- Thông tin về tình hình thị trường
- Thông tin về các nhà đầu tư
- Thông tin về quản lý hoạt động phát hành chứng khoán
- Thông tin về công tác quản lý các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán.
- Thông tin về công tác thanh tra, giám sát hoạt động thị trường chứng khoán và giải quyết khiếu nại, tố cáo.
- Thông tin về công tác đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán
- Thông tin về sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài

- Thông tin liên quan đến tình hình kinh tế - xã hội và hoạt động quản lý Nhà nước của các Bộ, ngành liên quan tác động tới hoạt động chứng khoán.

- Thông tin về hoạt động của thị trường chứng khoán ở các nước trong khu vực và trên thế giới

- Các thông tin khác liên quan đến thị trường chứng khoán

Chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam - VNIndex là chỉ số phản ánh mức giá trên TTCK trong một ngày cụ thể so sánh với mức giá cả tại thời điểm gốc. Chỉ số được cấu thành bởi 2 yếu tố là loại chứng khoán trọng số và giá của từng chứng khoán cấu thành.

Ở Việt Nam, trong giai đoạn đầu chỉ số VN Index là chỉ số duy nhất cho đại diện các cổ phiếu được niêm yết trên TTGDCK. Chỉ số này được tính theo phương pháp trọng số giá trị thị trường.

Công thức tính VN.Index như sau:

$$\text{VN.Index} = \frac{P_{1i} \times Q_{1i}}{P_{0i} \times Q_{0i}} \times 100$$

$P_{1i} \times Q_{1i}$: là tổng giá trị thị trường tại thời điểm tính toán

$P_{0i} \times Q_{0i}$: là tổng giá trị thị trường tại thời điểm gốc

P_{1i} : là giá cả giao dịch thực tế của phiếu công ty tại thời điểm tính toán i.

P_{0i} : là giá cả giao dịch thực tế của cổ phiếu công ty tại thời điểm gốc

Q_{1i} , Q_{0i} : là số lượng cổ phần của công ty tại thời điểm tính toán và thời điểm gốc.

Trong quá trình tính toán chỉ số, bên cạnh sự biến động về giá cổ phiếu làm thay đổi giá trị chỉ số còn có một số nhân tố khác làm thay đổi cơ cấu số cổ phiếu niêm yết như thêm, bớt, tách, gộp cổ phiếu. Trong trường hợp này sẽ ảnh hưởng đến tính không liên tục của chỉ số, nghĩa là chỉ số ngày báo cáo không đồng nhất với ngày trước đó. Do đó cần phải đưa thêm vào sự điều chỉnh này bằng hệ số chia của công thức trên.

Hệ số chia mới (d) = Số chia cũ × (Tổng giá trị thị trường các CP sau khi thay đổi) / (Tổng giá trị thị trường các CP trước khi thay đổi).

Trường hợp có cổ phiếu mới đưa vào niêm yết, số chia mới được tính như sau:

Hệ số chia mới (d) = Số chia cũ × (Tổng giá trị thị trường của CP niêm yết cũ + Giá thị trường của CP niêm yết mới) / (Tổng giá trị thị trường của các CP niêm yết cũ)

VN Index = 100 × (Tổng giá trị thị trường các CP sau khi thay đổi) / (Hệ số chia mới)

Ví dụ: tại phiên thứ nhất, ngày 28-7-2000, ta có kết quả giao dịch tại thời điểm gốc như sau:

Tên công ty	Ký hiệu	Giá thực hiện	Số lượng cổ phần	Giá trị thị trường
Cơ điện lạnh	REE	16.000đ	15 triệu	240.000.000đ
Cáp VLVIT	SAM	17.000đ	12 triệu	204.000.000đ
Cộng				444.000.000đ

$$\text{VN Index} = \frac{(16.000 \times 15 \text{ triệu}) + (17.000 \times 12 \text{ triệu})}{(16.000 \times 15 \text{ triệu}) + (17.000 \times 12 \text{ triệu})} \times 100 = 100$$

Phiên thứ 2, ngày 31-7-2000: Giá cổ phiếu REE là 16300đ; Giá cổ phiếu SAM là 17.200đ.

$$\text{VN Index} = \frac{(16.300\text{đ} \times 15 \text{ tr}) + (17.000\text{đ} \times 12 \text{ tr})}{(16.000\text{đ} \times 15 \text{ tr}) + (17.000\text{đ} \times 12 \text{ tr})} \times 100 = 101,55$$

Phiên thứ 3, ngày 2-8-2000, giá REE là 16.600đ, giá SAM là 17.500đ và có thêm cổ phiếu HAP và TMS nhưng 2 cổ phiếu này chưa tham gia vào tính chỉ số giá vì chưa có giao dịch.

$$\text{VN Index} = \frac{(16.600đ \times 15 \text{ tr}) + (17.500đ \times 12 \text{ tr})}{(16.000đ \times 15 \text{ tr}) + (17.000đ \times 12 \text{ tr})} \times 100 = 103,38$$

Phiên thứ 4, ngày 4-8-2000, có thêm 2 cổ phiếu nữa là HAP và TMS tham gia giao dịch.

Tên CP	Giá đóng cửa	Số lượng niêm yết	Giá thị trường
REE	16.900	15.000.000	253.500.000.000
SAM	17.800	12.000.000	213.600.000.000
HAP	16.000	1008000	16.128.000.000
TMS	14.000	2.200.000	30.800.000.000
Tổng			514.028.000

Hệ số chia mới

$$d1 = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của tất cả các cổ phiếu}}{\text{Tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu cũ}} \times \text{Hệ số gốc}$$

$$\begin{aligned} & \frac{(16.900 \times 15 \text{ tr}) + (17.800 \times 12 \text{ tr}) + (16.000 \times 1,008 \text{ tr}) + (14.000 \times 2,2 \text{ tr})}{(16.900 \times 15 \text{ tr}) + (17.800 \times 12 \text{ tr})} \times 444000 \\ &= \frac{514028}{467100} \times 444000 = 488607,2 \end{aligned}$$

$$\text{VN Index} = \frac{514028}{d1} \times 100 = 105,2$$

Như vậy, phiên giao dịch ngày 4/8/2000, VNIndex đã tăng 1,82 điểm $(105,2 - 103,38) = 1,76\%$ $(105,2/103,38)$ so với phiên trước.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Trình bày các nguồn thông tin trên TTCK? Theo Anh (Chị) nguồn thông tin nào là quan trọng nhất?
2. Trình bày các phương pháp tính chỉ số giá chứng khoán. Cách tính chỉ số giá chứng khoán trên TTCK Việt Nam hiện nay?
3. Chỉ số giá chứng khoán phản ánh hiệu quả hoạt động của toàn bộ nền kinh tế. Hãy bình luận quan điểm trên và liên hệ với TTCK Việt Nam.
4. Phân tích vai trò của thông tin đối với nhà đầu tư trong kinh doanh chứng khoán? Liên hệ vấn đề thông tin và công bố thông tin trên TTCK Việt Nam hiện nay?

CHƯƠNG 9

PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

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

9.1.1. Khái niệm phân tích và đầu tư chứng khoán

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

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

9.1.2. Phân loại đầu tư chứng khoán

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

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

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

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

9.1.3.1. Mức sinh lời trong đầu tư chứng khoán

a) *Mức sinh lời tuyệt đối*

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

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

Ví dụ 1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b) Mức sinh lời tương đối

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

Công thức tính mức sinh lời tương đối:

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

Hay:

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

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

c) Mức sinh lời trong một khoảng thời gian

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

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

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

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

d- Mức sinh lời năm

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

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

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

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

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

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

Suy ra:

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

$$R = r + h + rh$$

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

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

$$R = r + h$$

f) Mức sinh lời bình quân

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b) Phân loại rủi ro

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

b1) Rủi ro hệ thống

- *Rủi ro lãi suất.*

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

- Rủi ro thị trường

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

- Rủi ro sức mua

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

- Rủi ro tỷ giá.

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

b2) Rủi ro không có hệ thống

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

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

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

c) Phân tích thống kê đối với rủi ro

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

9.1.4.1. Xác định mức sinh lời dự kiến

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

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

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

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

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

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

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

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

Ví dụ 3*:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

9.1.4.2. Xác định rủi ro dự kiến

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

$$\text{Với } i = 1, 2, 3, \dots, n$$

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

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

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

(1) Tình trạng Kinh tế	(2) Xác suất xảy ra của mỗi tình trạng kinh tế	(3) Mức sinh lời của danh mục đầu tư cho mỗi tình trạng kinh tế	(4) Bình phương các chênh lệch giữa mức sinh lời theo từng tình trạng kinh tế và mức sinh lời dự kiến bình quân của danh mục đầu tư	(5) Tích số (2) x (4)
Suy thoái	0,5	5%	$(0,05 - 0,275)^2 = 0,050625$	0,0253125
Hưng thịnh	0,5	50%	$(0,50 - 0,275)^2 = 0,50625$	0,253125
				$\sigma_p^2 = 0,050625$
$\sigma_p = \sqrt{0,050625} = 22,5\%$				

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Trong đó:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Công thức tính là:

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

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

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

9.2.1. Mục tiêu phân tích chứng khoán

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

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

9.2.2. Quy trình trong phân tích chứng khoán

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

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

9.3. NỘI DUNG PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

9.3.1. Phân tích vĩ mô và thị trường chứng khoán

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

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

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

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

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

a) Môi trường chính trị - xã hội

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

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

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

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

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

b. Các điều kiện kinh tế vĩ mô

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

9.3.2. Phân tích ngành

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

Các bước trong phân tích ngành:

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

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

Trong đó:

$E(R)$: là mức sinh lời cần thiết

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

R_m : là mức sinh lời của thị trường

β : là hệ số rủi ro của ngành.

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

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

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

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

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

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

9.3.3. Phân tích công ty

9.3.3.1. Phân tích các báo cáo tài chính

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

- Khả năng sinh lợi của tổ chức phát hành

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

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

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

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

9.3.3.2. Phân tích rủi ro

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

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

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

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

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

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

9.3.3.3. Phân tích cơ bản

9.3.3.3.1. Một số khái niệm liên quan đến giá trị

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

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

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

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

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

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

9.3.3.3.2. Định giá và lựa chọn trái phiếu

a) Các bước trong định giá trái phiếu

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

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

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

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

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

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

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

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

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

n = số năm mà luồng tiền xuất hiện.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

c) Các phép đo lãi suất của trái phiếu

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

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

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

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

- Lãi suất danh nghĩa

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

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

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

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

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

chia cho giá mua trái phiếu.

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

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

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

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

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

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

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

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

c) Đo lường sự biến động giá của trái phiếu

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

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

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

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

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

Do đó:

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

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

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

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

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

- Độ lồi (Convexity).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Các thuộc tính của độ lồi:

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

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

9.3.3.3. Định giá và lựa chọn cổ phiếu

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

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

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

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

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

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

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

Trong đó: DIV_t : Mức chia cổ tức năm t

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

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

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

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

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

Xét các trường hợp đặc biệt:

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

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

Vì vậy:

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

(Do $n \rightarrow \infty$)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Khi đó, giá của cổ phiếu sẽ là:

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

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

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

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

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

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

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

$$g = ROE.b$$

Trong đó:

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

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

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

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

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

Trong đó:

r_f : là lãi suất tín phiếu phi rủi ro

r_m : là lợi suất danh mục thị trường

β : là mức độ rủi ro của công ty.

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

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

Trong đó:

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

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

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

t là thuế suất

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

9.3.3.3.4. Định giá dựa trên các hệ số tài chính

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

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

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

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

a. Định giá theo giá trị tài sản ròng.

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

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

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

Cách 1: Căn cứ vào giá thị trường.

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

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

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

Cách 2: Căn cứ vào giá trị sổ sách

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

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

Phương pháp 1:

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

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

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

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

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

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

Phương pháp 2

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

Trong đó :

+ Giá trị tài sản ròng xác định như phần trên

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

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

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

Phương pháp 3

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

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

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

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

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

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

9.3.3.4. Phân tích kỹ thuật

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

9.3.3.4.1. Cơ sở lý thuyết của phân tích kỹ thuật

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

Lý thuyết DOW

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

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

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

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

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

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

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

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

Lý thuyết chỉ số tin cậy

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

9.3.4. Phân tích và quản lý danh mục đầu tư

9.3.4.1. Lý thuyết đa dạng hoá

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

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

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

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

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

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

9.3.4.2. Lý thuyết thị trường hiệu quả

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

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

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

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

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

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

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

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

9.3.4.3. Quản lý danh mục đầu tư

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

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

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

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

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

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

CÂU HỎI ÔN TẬP

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

CHƯƠNG 10

QUẢN LÝ VÀ GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

10.1. SỰ CẦN THIẾT PHẢI CÓ SỰ QUẢN LÝ VÀ GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

TTCK là nơi diễn ra các hoạt động phát hành, giao dịch mua bán một loại hàng hoá đặc biệt đó là các chứng khoán. TTCK là một loại thị trường đặc biệt, một sản phẩm cao cấp của nền kinh tế thị trường. Tính phức tạp của TTCK được thể hiện ở cấu trúc và các hoạt động giao dịch trên thị trường, vì vậy, thị trường chứng khoán đòi hỏi một trình độ tổ chức cao, có sự quản lý và giám sát chặt chẽ trên cơ sở một hệ thống pháp lý hoàn chỉnh và đồng bộ. Lý do cần phải có sự quản lý và giám sát TTCK:

- Một là, quản lý và giám sát TTCK để đảm bảo quyền lợi hợp pháp của các nhà đầu tư. Một trong những chủ thể quan trọng trên TTCK là các nhà đầu tư. Vai trò của họ đối với sự ổn định và phát triển của TTCK là rất lớn. Các nhà đầu tư mua bán chứng khoán với kỳ vọng về một khoản thu nhập trong tương lai trên cơ sở chấp nhận một mức độ rủi ro dự kiến. Thu nhập kỳ vọng cũng như rủi ro dự kiến hay nói cách khác quyền lợi của các nhà đầu tư gắn liền với những biến động trên TTCK. Khi quyết định mua chứng khoán, nhà đầu tư đã giao phó tiền của mình cho nhà phát hành, và môi giới. Nhưng vì thông tin không cân xứng, họ không thể biết được độ chính xác của những thông tin do người phát hành, người môi giới cung cấp. Mặt khác, các hành vi thao túng, gian lận trên thị trường có thể xảy ra. Vì vậy, nhà đầu tư chỉ yên tâm khi có một chủ thể trung lập, không vì mục tiêu lợi nhuận, đứng ra bảo hộ, quản lý và giám sát thị trường nhằm hạn chế tối đa những ảnh hưởng tiêu cực. Khi đó lòng tin của nhà đầu tư sẽ tăng lên, thị trường sẽ hoạt động hiệu quả, thúc đẩy sự lưu chuyển vốn trong nền kinh tế.

- Hai là, quản lý và giám sát TTCK để đảm bảo tính hiệu quả, công bằng và minh bạch trong giao dịch chứng khoán.

Có rất nhiều chỉ tiêu phản ánh hiệu quả của TTCK nhưng quan trọng nhất là chỉ tiêu về độ nhanh chóng và an toàn của các giao dịch. Với tỷ lệ lạm phát một con số, sự tăng lên của giá các loại chứng khoán là dấu hiệu của tăng trưởng kinh tế, phần lớn tiết kiệm được chuyển thành đầu tư, nền kinh tế huy động được nhiều vốn, các doanh nghiệp làm ăn hiệu quả. Ngược lại sự giảm giá chứng khoán là dấu hiệu suy thoái của các doanh nghiệp, từ đó dẫn đến sự suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế. Khi giá chứng khoán thay đổi đột biến, dù tăng hay giảm đều ảnh hưởng không tốt đến sự ổn định của nền kinh tế. Có thể nói, TTCK là trung tâm thần kinh của nền kinh tế nói riêng và toàn xã hội nói chung. Hiệu quả hoạt động của TTCK quyết định trực tiếp đến tăng trưởng và ổn định của nền kinh tế.

Muốn TTCK hoạt động hiệu quả, Nhà nước phải đảm bảo được tính công bằng, công khai và minh bạch của thị trường. Nhưng trên thực tế, giao dịch trên TTCK là những giao dịch "vô hình". Những yếu tố đầu cơ sẽ kéo theo sự gian trá, tung tin sai sự thật, mua bán nội gián làm cho các nhà đầu tư chân chính bị thiệt hại, từ đó gây mất ổn định thị trường. Vì vậy, cần thiết phải có sự quản lý và giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán.

- Ba là, quản lý và giám sát TTCK để dung hoà lợi ích của các chủ thể tham gia trên thị trường, đảm bảo tính ổn định tương đối của thị trường.

Các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán thường có mục đích, quyền lợi hoặc trái ngược nhau hoặc triệt tiêu nhau một phần. Khi phát hành chứng khoán để huy động vốn, nhà đầu tư thường phải thông qua bảo lãnh phát hành. Người bán và người mua phải thông qua nhà môi giới chứng khoán. Bản thân các tổ chức này lại phụ thuộc vào các công ty kiểm toán, các cơ quan quản lý Nhà nước. Vì vậy, các chủ thể trên thị trường chứng khoán thường tìm kiếm lợi nhuận bằng những hoạt động đa dạng, phức tạp và cạnh tranh với nhau trên thị trường.

Nhìn chung, quyền lợi và mục tiêu của các chủ thể mặc dù có mối quan hệ mật thiết, tương hỗ nhưng lại luôn bị chia sẻ. Người này thu được lợi nhuận, đạt được mục tiêu đề ra thì rất có thể người khác sẽ bị thua thiệt. Mỗi chủ thể đều bằng cách này hay cách khác cố gắng tối đa hoá lợi ích của mình. Chính vì vậy, họ thực hiện những hoạt động đa dạng, phức tạp và cạnh tranh lẫn nhau và từ đó tạo nên động lực cho thị trường phát triển. Nhưng

cũng chính sự cạnh tranh phức tạp này dễ dẫn đến những hành vi gian lận. Khi sự cạnh tranh quá lớn, nó sẽ chuyển sang một thái cực xấu, thị trường do đó sẽ hoạt động hỗn loạn, mất ổn định.

Tóm lại, do tồn tại những mâu thuẫn giữa các chiều hướng trái ngược nhau trên TTCK nên nhiệm vụ của chủ thể trung lập, tức cơ quan quản lý Nhà nước trên TTCK là phải dung hoà được mâu thuẫn giữa các chủ thể, đồng thời định hướng cho những lợi ích của họ hướng vào lợi ích chung của thị trường. Điều này là do mục tiêu của chủ thể trung lập là đảm bảo sự ổn định tương đối và sự phát triển lâu dài của TTCK, từ đó góp phần đảm bảo mục tiêu của các chủ thể khác trên thị trường.

Để đảm bảo dung hoà được lợi ích của các chủ thể, cần có các yếu tố khác bên cạnh năng lực quản lý và giám sát TTCK của Nhà nước như sự đầy đủ và đồng bộ của hệ thống các văn bản pháp quy, tính tự giác chấp hành pháp luật của các chủ thể.

- Bốn là, quản lý và giám sát TTCK nhằm hạn chế những gian lận phát sinh gây tác động xấu đến thị trường và các hoạt động kinh tế - xã hội.

Các hoạt động kinh tế thông thường đều chứa đựng trong nó những khả năng phát sinh gian lận nhất định. Hoạt động càng phức tạp thì khả năng phát sinh gian lận càng lớn. TTCK là một định chế tài chính hoạt động phức tạp và tinh vi. Hàng hoá trên TTCK là các giấy tờ có giá, nó hầu như khác biệt khi so sánh với các hàng hoá thông thường. Chúng ta có thể đánh giá được chất lượng và giá trị của các hàng hóa thông thường đem trao đổi, mua bán bằng các giác quan thông thường như thị giác, xúc giác, thính giác, vị giác, khứu giác nhưng đối với các giấy tờ có giá, điều này là không thể. Chúng ta chỉ biết được giá trị thực của chúng bằng suy đoán, phân tích trên cơ sở xem xét thực trạng và triển vọng phát triển của tổ chức phát hành ra chúng và những người đang nắm giữ hoặc muốn nắm giữ chúng. Hơn nữa, giá cả của chứng khoán phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố tâm lý của người mua, người bán, mức độ tin cậy của thông tin, niềm tin của nhà đầu tư, các nhân tố về môi trường pháp lý...Nguyên nhân sâu xa của hiện tượng này là do việc tách rời giá trị thực của chứng khoán ra khỏi bằng chứng pháp lý của nó. Và đây chính là cơ sở cho việc xuất hiện các hành vi lừa đảo, gian lận như tung tin giả, thao túng thị trường, đầu cơ, mua bán nội gián, gây nhiễu

giá, giao dịch lòng vòng,.. Với tính phức tạp và trừu tượng của các kỹ thuật giao dịch, sự hiện đại, tiên tiến của các máy móc và quy mô của thị trường, các hành vi gian lận rất khó bị phát hiện đối với các nhà đầu tư bình thường. Mặt khác, do lợi nhuận thu được từ kinh doanh chứng khoán là rất lớn nên khả năng xảy ra các hành vi gian lận, sự tinh vi và mức độ nghiêm trọng của các hành vi gian lận là rất cao.

Trên thế giới đã xảy ra nhiều vụ lừa đảo, gian lận làm thay đổi quan niệm của các cơ quan quản lý và các nhà đầu tư về TTCK. Có những hành vi gian lận đã gây nên sự hỗn loạn và khủng hoảng trầm trọng của thị trường như trường hợp của TTCK New York (NYSE) năm 1929.

Như vậy, khả năng xảy ra các hành vi lừa đảo gian lận với mức độ tinh vi trên TTCK là rất lớn. Trên thực tế, điều này là không thể tránh khỏi. Vấn đề quan trọng là phải khống chế và kiểm soát được số lượng và mức độ nghiêm trọng của các hành vi gian lận. Hình thành cơ chế quản lý và giám sát TTCK trong trường hợp này là hết sức cần thiết.

- Năm là, quản lý và giám sát TTCK nhằm ngăn chặn và kiểm soát các rủi ro dẫn đến rủi ro hệ thống làm sụp đổ thị trường.

Thực tế cho thấy rủi ro luôn tiềm ẩn trên TTCK. Khi rủi ro xảy ra, không chỉ các nhà đầu tư, các nhà môi giới, nhà phát hành bị thua thiệt mà thị trường cũng bị xáo trộn, chao đảo.

Đặc biệt là đối với các rủi ro mang tính hệ thống khi xảy ra sẽ kéo theo hàng loạt các biến cố khác, từ đó có thể phá vỡ tính hệ thống gây nên sự suy yếu thậm chí sự sụp đổ của thị trường. Tuy nhiên, chúng ta chỉ có thể kiểm soát, chế ngự được rủi ro hệ thống chứ không xoá bỏ hoàn toàn được nó. Tính tiềm ẩn của các rủi ro hệ thống đòi hỏi chúng ta phải có sự phân tích đánh giá, dự báo từ đó đưa ra các biện pháp đảm bảo tính ổn định của thị trường. Điều này chỉ được thực hiện khi có một bộ phận chuyên nghiệp thực hiện việc quản lý và giám sát TTCK.

- Sáu là, quản lý và giám sát TTCK để đảm bảo an toàn trong điều kiện hội nhập kinh tế.

Hiện nay, trong xu thế hội nhập quốc tế, xây dựng và vận hành thị trường chứng khoán ở mỗi quốc gia đều theo hướng "mở" với mục tiêu tăng

cường hội nhập quốc tế có hiệu quả trên cơ sở giữ vững độc lập, chủ quyền quốc gia, vừa phát huy nội lực, vừa huy động tối đa và nội lực hoá các nguồn ngoại lực phục vụ cho các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội.

Tuy nhiên, hội nhập thị trường chứng khoán là con dao hai lưỡi, vì vậy để hội nhập TTCK một cách có hiệu quả cần tăng cường công tác an ninh, giám sát hoạt động của thị trường, đảm bảo các nguyên tắc, chuẩn mực quốc tế và thực tế của mỗi quốc gia.

10.2. QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Quản lý TTCK có thể được hiểu là việc ban hành và sử dụng các văn bản pháp quy, các quy định chung trong lĩnh vực chứng khoán và các lĩnh vực khác có liên quan nhằm đạt được các mục tiêu đề ra đối với TTCK.

10.2.1. Mục tiêu của quản lý TTCK

Mục tiêu của quản lý TTCK là đảm bảo sự trung thực, minh bạch, công bằng và hiệu quả của thị trường.

10.2.1.1. Đảm bảo tính trung thực, minh bạch của thị trường

Đối nghịch với trung thực, minh bạch là gian lận và không lành mạnh. Hạn chế và kiểm soát được gian lận thì sẽ đảm bảo được tính trung thực của thị trường. Muốn vậy, phải ngăn chặn các hành vi lừa đảo, lũng đoạn thị trường, thông tin sai sự thật, gây nhiễu giá... thông qua việc ban hành các quy định pháp lý mang tính bắt buộc đối với mọi chủ thể tham gia thị trường.

10.2.1.2. Đảm bảo tính hiệu quả của thị trường

Hiệu quả hoạt động của TTCK được đánh giá thông qua khả năng huy động và phân bổ các nguồn lực tài chính. Trong nền kinh tế thị trường, nhu cầu vốn của các chủ thể là rất lớn, đa dạng và liên tục thay đổi. Đáp ứng được nhu cầu này thông qua việc huy động và chuyển hoá có hiệu quả các nguồn tiết kiệm trong nền kinh tế là đảm bảo hiệu quả hoạt động của TTCK.

Muốn đảm bảo tính hiệu quả của thị trường, trước hết chúng ta phải tôn trọng các quy luật vốn có của nó, sau đó mới sử dụng các công cụ quản lý để tác động vào các quy luật tạo nên sự vận hành trơn tru cho thị trường. Hiệu quả hoạt động nói cụ thể hơn chính là sự an toàn, ổn định và sự phát triển

của thị trường. Tuy nhiên, hai mục tiêu này đôi khi lại đối lập nhau. Nếu quản lý quá máy móc, nặng về hành chính thì thị trường sẽ an toàn nhưng không tăng trưởng, hiệu quả do đó sẽ bị triệt tiêu. Ngược lại, nếu quản lý quá lỏng lẻo, thì thị trường sẽ dễ bất ổn, tính hiệu quả lúc đó cũng không đạt được. Điều quan trọng ở đây là phải có chiến lược và sách lược phù hợp cho từng thời điểm để vừa đảm bảo được an toàn, lại vừa thúc đẩy sự phát triển của thị trường.

10.2.1.3. Đảm bảo tính công bằng

TTCK hoạt động phức tạp và quá trình cạnh tranh diễn ra rất gay gắt. Muốn ổn định và phát triển thị trường phải biết hướng cạnh tranh vào xu thế lành mạnh tức là phải tạo sự công bằng và bình đẳng. Công bằng và bình đẳng trên TTCK bao gồm: công bằng và bình đẳng giữa các chủ thể tham gia thị trường với nhau; công bằng và bình đẳng giữa các chủ thể tham gia thị trường với chủ thể quản lý Nhà nước. Điều này được biểu hiện thông qua sự dễ dàng trong việc gia nhập hay rút lui khỏi thị trường, các nhà đầu tư nhỏ và nghiệp dư bình đẳng với các nhà đầu tư lớn và chuyên nghiệp, các doanh nghiệp nhỏ bình đẳng với các doanh nghiệp lớn. Tất nhiên, sự dễ dàng và bình đẳng kể trên phải nằm trong khuôn khổ của pháp luật, có nghĩa là các chủ thể phải đáp ứng được các điều kiện tối thiểu quy định trên thị trường.

Không phải lúc nào các mục tiêu quản lý TTCK cũng dễ dàng thống nhất với nhau. Khi chú trọng thực hiện mục tiêu công bằng và trung thực thì tính hiệu quả sẽ bị vi phạm. Ngược lại, nếu chú trọng vào tính hiệu quả bằng cách tạo điều kiện thuận lợi, dễ dàng cho các chủ thể tham gia thị trường thì tính trung thực rất có thể bị bỏ qua. Việc chọn lựa và ưu tiên cho mục tiêu nào là tùy thuộc vào chính sách tài chính - tiền tệ quốc gia ở từng thời điểm cụ thể

10.2.2. Các cơ quan quản lý TTCK

Trong nền kinh tế thị trường, việc quản lý TTKC được tổ chức thực hiện ở nhiều cấp độ khác nhau theo hệ thống các đơn vị hành chính hoặc theo cơ cấu tổ chức. TTCK là một phạm trù đặc biệt, các cơ quan quản lý TTCK do đó cũng có những đặc thù riêng. Thông thường có hai nhóm các

cơ quan quản lý về TTCK, đó là các cơ quan quản lý Nhà nước và các tổ chức tự quản.

10.2.2.1. Các cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK

Các cơ quan này thực hiện chức năng quản lý thông qua việc ban hành hoặc đề nghị các cơ quan cấp trên như Chính phủ, Quốc hội ban hành các văn bản pháp luật định hướng và điều tiết hoạt động của thị trường. Ngoài ra, các cơ quan này có thể sử dụng các hình thức khác để can thiệp vào thị trường trong các trường hợp cần thiết, khẩn cấp.

Thông thường, các cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK gồm có Ủy ban Chứng khoán và các Bộ, ngành có liên quan như Bộ Tài chính, Ngân hàng Trung ương, Bộ Tư pháp,.. Tuy nhiên, UBCK là cơ quan quản lý chuyên ngành đầy đủ của Nhà nước trong lĩnh vực này. UBCK quy định vấn đề liên quan đến chứng khoán như: phát hành, mua bán, thanh toán, bảo lãnh, phân phối,.. Bên cạnh đó, UBCK còn thực hiện vai trò quản lý Nhà nước đối với các Công ty chứng khoán, các Sở giao dịch chứng khoán và các chủ thể khác tham gia trên TTCK, thực hiện việc thanh tra, giám sát nhằm đảm bảo sự ổn định của thị trường. Ngoài ra, UBCK còn chủ trì, phối hợp với các Bộ, ngành liên quan để điều hành TTCK hoạt động hiệu quả.

10.2.2.2. Các tổ chức tự quản

Cùng với sự hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán, các chủ thể tham gia thị trường ngày càng nhiều và đa dạng. Cơ quan quản lý Nhà nước về thị trường chứng khoán thấy không cần thiết phải quản lý toàn bộ và trực tiếp các hoạt động diễn ra trên thị trường. Một số vấn đề, một số lĩnh vực có thể phân cấp, giao lại cho các tổ chức khác tự quản lý trên cơ sở tuân thủ các quy định của cơ quan quản lý nhà nước. Đây chính là các tổ chức tự quản hay các tổ chức tự định chế. Có hai đặc điểm cơ bản để nhận diện một tổ chức tự quản.

Một là, về cơ chế tài chính, tổ chức tự quản phải tự cân đối thu - chi dựa vào nguồn thu từ các hoạt động trên thị trường.

Hai là, hoạt động phải nhằm phục vụ lợi ích chung của thị trường.

Phạm vi quản lý của các tổ tự quản bao gồm việc quản lý các hoạt động giao dịch, phát hành; quản lý các công ty chứng khoán, đồng thời giải quyết

các tranh chấp và xử lý các trường hợp vi phạm quy định của Nhà nước, nguyên tắc hoạt động của thị trường. Thông thường, trên thị trường chứng khoán có hai tổ chức tự quản.

Thứ nhất, Sở giao dịch chứng khoán. Đối với hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới, Sở Giao dịch chứng khoán là tổ chức bao gồm các công ty chứng khoán thành viên chịu trách nhiệm trực tiếp điều hành và quản lý các hoạt động diễn ra trên Sở. Ngoài ra Sở Giao dịch chứng khoán còn chịu trách nhiệm cung cấp thông tin liên quan đến các chứng khoán niêm yết, giao dịch trên cơ sở chủ thể phát hành ra chúng.

Hai là, Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán. Đây là một tổ chức xã hội - nghề nghiệp đại diện cho ngành chứng khoán nhằm đảm bảo và dung hoà lợi ích của các thành viên trên cơ sở đảm bảo lợi ích chung của thị trường. Hoạt động chính của Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán là điều hành các giao dịch qua quấy, đại diện cho ngành chứng khoán nêu lên những kiến nghị với cơ quan quản lý nhà nước nhằm tăng cường tính hiệu quả và ổn định của thị trường. Ngoài ra, Hiệp hội còn thu thập và phản ánh các khiếu nại của khách hàng đến các đơn vị thành viên.

Cơ quan quản lý Nhà nước và các tổ chức tự quản trên thị trường chứng khoán, mặc dù có nhiệm vụ, cơ chế quản lý, tổ chức khác nhau nhưng đều có mục tiêu chính là đảm bảo tính ổn định và sự phát triển của thị trường. Do đó, trong quá trình quản lý, điều hành, cần thiết phải có sự phối kết hợp chặt chẽ, nhịp nhàng giữa hai tổ chức này.

10.2.3. Các hình thức quản lý thị trường chứng khoán

Như trên đã đề cập, có hai nhóm tổ chức quản lý thị trường chứng khoán là cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán và tổ chức tự quản trên thị trường chứng khoán. Hình thức quản lý thị trường chứng khoán, do đó cũng tồn tại hai hình thức: quản lý bằng pháp luật và tự quản.

10.2.3.1. Quản lý bằng pháp luật

Quản lý bằng pháp luật có nghĩa là cơ quan quản lý sử dụng các văn bản pháp quy của Nhà nước, các quy định của mình làm công cụ để quản lý

các hoạt động diễn ra trên thị trường chứng khoán. Đây là hình thức quản lý cổ điển và thông dụng được sử dụng phổ biến ở hầu hết các thị trường trên thế giới.

Hình thức này có những ưu điểm chủ yếu sau:

Một là, các quyết định đưa ra có tính thực thi cao bởi nó dựa trên cơ sở là hệ thống các văn bản pháp quy mang tính bắt buộc đối với tất cả mọi thành viên tham gia thị trường.

Hai là, đảm bảo được sự chặt chẽ và công bằng của các chủ thể trước pháp luật. Thông qua việc áp dụng các quy định hiện hành, mọi chủ thể đều cảm thấy công bằng vì pháp luật được xây dựng và ban hành dựa trên nguyện vọng của số đông.

Ba là, với việc quản lý bằng pháp luật, tính rõ ràng, minh bạch và công khai được đảm bảo. Đồng thời, cơ quan quản lý dễ dàng trong việc phát hiện và xử lý các sai phạm xảy ra trên thị trường chứng khoán.

Tất nhiên, những ưu điểm trên chỉ được thể hiện khi hệ thống pháp luật chặt chẽ, có tính khả thi. Bên cạnh đó, trong các điều kiện nhất định hình thức quản lý này cũng bộc lộ những hạn chế như:

Thứ nhất, hình thức quản lý bằng pháp luật làm giảm tính năng động và sáng tạo của thị trường bởi khi xây dựng pháp luật, chúng ta không thể tiên đoán được tất cả các tình huống có thể xảy ra. Có những thay đổi, biến động trên thị trường đôi khi không được hoặc chưa được đề cập đến trong hệ thống các văn bản pháp quy. Cơ quan quản lý do đó sẽ rất khó để có thể xử lý tốt các tình huống. Tổn thất xảy ra là không thể tránh khỏi.

Thứ hai, hình thức quản lý bằng pháp luật có tính ỳ rất cao do các thủ tục hành chính rườm rà và sự lạc hậu của các văn bản pháp quy so với thực tế tình hình từ đó giảm hiệu quả và tính sáng tạo của thị trường.

Thứ ba, hình thức quản lý bằng pháp luật sẽ tiêu tốn một phần của ngân sách nhà nước bởi đây là các hoạt động mang tính hành chính.

Để khắc phục phần nào được nhược điểm nêu trên, người ta đưa ra một hình thức quản lý khác, hình thức quản lý thông qua tự quản.

10.2.3.2. Tự quản

Trên cơ sở các văn bản pháp quy, sự định hướng và phân cấp quản lý của cơ quan quản lý nhà nước, các tổ chức như SGDCK, Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán tự quản lý một số hoạt động của ngành mình. Phương thức tự quản ngoài việc khắc phục được những nhược điểm của phương pháp quản lý bằng pháp luật còn có những ưu điểm sau:

Một là, nâng cao được năng lực chuyên môn của các tổ chức tự quản. Bằng việc trực tiếp quản lý các hoạt động của mình, thực hiện các nhiệm vụ liên quan trình độ quản lý và năng lực chuyên môn chắc chắn sẽ được cải thiện theo thời gian.

Hai là, phương thức tự quản có thể bổ sung thêm những tiêu chuẩn, những quy định phù hợp với thực tế mà các văn bản pháp quy hoặc chưa có hoặc chưa phù hợp. Thông thường, các tổ chức tự quản đề ra các quy định đối với các thành viên, đặc biệt là các quy định về đạo đức, từ đó ngăn ngừa các trường hợp vi phạm, gian lận trong lĩnh vực chứng khoán.

Ba là, trong những trường hợp cụ thể, phương thức tự quản có thể mang lại mối quan hệ lâu dài giữa các chủ thể trên cơ sở tối đa hóa lợi ích của các bên.

Bốn là, phương thức tự quản có thể theo sát được những thay đổi trong môi trường kinh doanh chứng khoán hơn là những quy định, văn bản pháp luật.

Tuy vậy, hình thức tự quản cũng dễ phát sinh những rủi ro, tiêu cực do năng lực chuyên môn của tổ chức yếu, do các yếu tố thiếu trung thực và cách giải quyết vấn đề theo cảm tính.

Tóm lại, tùy thuộc vào từng điều kiện cụ thể và mức độ phát triển của thị trường, TTCK các nước có thể sử dụng kết hợp hai hình thức quản lý trên nhằm đảm bảo tính hiệu quả, trung thực và công bằng của thị trường.

10.2.4. Nội dung quản lý thị trường chứng khoán

10.2.4.1. Quản lý phát hành

Phát hành là một trong những khâu quan trọng, là tiền đề cho sự hoạt động và phát triển của thị trường chứng khoán. Hoạt động quản lý phát hành hiện nay được thực hiện theo 2 chế độ:

10.2.4.1.1. Chế độ đăng ký

Theo chế độ này, người phát hành phải xin phép đăng ký với cơ quan quản lý Nhà nước trước khi phát hành. Hồ sơ đăng ký bao gồm các vấn đề liên quan đến tình hình hoạt động của công ty, tình hình nhân sự, kế hoạch phát hành và kế hoạch sử dụng số tiền thu được và giấy xin phép phát hành. Hồ sơ phải đảm bảo tính trung thực, công khai và minh bạch. Hồ sơ này sẽ được cơ quan có thẩm quyền thẩm tra kỹ càng để quyết định cho phép hoặc đình chỉ phát hành. Trong trường hợp hồ sơ đăng ký thiếu hoặc sai sót không nghiêm trọng thì có thể cho người đăng ký phát hành bổ sung.

Hầu hết luật pháp các nước đều cấm nhà phát hành có bất kỳ hành động nào liên quan cụ thể đến đợt phát hành như bán chứng khoán, tung tin về đợt phát hành trước khi gửi hồ sơ đăng ký đến cơ quan quản lý nhà nước. Đây là những quy định nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và giữ vững tính ổn định của thị trường.

10.2.4.1.2. Chế độ cấp phép

Theo chế độ này, tổ chức phát hành trước khi phát hành chứng khoán ra công chúng phải được cấp giấy phép phát hành của cơ quan quản lý Nhà nước có thẩm quyền.

10.2.4.2. Quản lý các giao dịch trên TTCK

Quản lý giao dịch là một nhiệm vụ quan trọng và thường xuyên của các cơ quan quản lý. Việc quản lý giao dịch phải đảm bảo các nguyên tắc công khai, bình đẳng, cạnh tranh và trung thực.

Tự do và công khai có nghĩa là các công ty có quyền tự do đưa chứng khoán ra thị trường để giao dịch khi hội đủ những điều kiện theo quy định của pháp luật. Công ty phải giới thiệu công khai về tình hình hoạt động, thực trạng tài chính, nguồn nhân lực và định hướng hoạt động của Công ty và các nội dung khác theo quy định của pháp luật.

Khi tiến hành giao dịch mua bán chứng khoán, hai bên đều bình đẳng trước pháp luật. Có nghĩa là việc mua bán là hoàn toàn tự nguyện, giá cả được xác lập dựa trên quan hệ cung - cầu của thị trường.

Để đảm bảo tính trung thực, cần phải có những quy định cấm các hành vi gian lận, lừa đảo và thao túng thị trường như thông tin bịa đặt, mua bán "ảo", mua bán nội gián...

Quản lý giao dịch bao gồm hai nội dung chính là quản lý giao dịch trên SGD và quản lý giao dịch trên thị trường phi tập trung.

10.2.4.2.1. Quản lý SGDCK

Sở Giao dịch chứng khoán là thị trường chứng khoán tập trung, chiếm phần lớn doanh số giao dịch của thị trường chứng khoán. Việc quản lý, do đó dựa trên những quy định rất nghiêm ngặt.

Nội dung quan trọng của quản lý SGDCK là quản lý chứng khoán đưa ra thị trường. Không phải mọi chứng khoán phát hành ra đều được giao dịch trên Sở. Chỉ những chứng khoán phát hành ra công chúng hội đủ các điều kiện theo quy định của Sở và của pháp luật mới được đưa ra giao dịch sau khi có sự phê chuẩn của cơ quan có thẩm quyền. Tùy từng quốc gia, pháp luật có các quy định khác nhau về điều kiện đưa chứng khoán ra thị trường nhưng thông thường chỉ có những công ty lớn, có tín nhiệm cao mới được phép niêm yết và giao dịch chứng khoán trên SGDCK.

Ngoài giấy xin phép và các giấy tờ chứng minh thực trạng và định hướng phát triển của mình, các công ty muốn niêm yết và giao dịch trên Sở phải có bản cam kết với Sở Giao dịch gọi là khế ước. Nội dung chính của bản khế ước là quy định các điều khoản liên quan đến việc công bố thông tin và giao dịch của tổ chức phát hành.

10.2.4.2.2. Quản lý thị trường phi tập trung.

Thị trường phi tập trung, như đã đề cập ở chương 4 là thị trường mà các giao dịch chứng khoán được tiến hành ngoài Sở. Các chứng khoán giao dịch trên thị trường phi tập trung thường là các chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, công ty công nghệ cao, công ty mạo hiểm. Ngoài ra, do TTCK phi tập trung có tính chất hoạt động rất phức tạp, số lượng các chứng khoán giao dịch rất lớn nên mức độ rủi ro cũng cao hơn so với SGDCK. Việc quản lý thị trường phi tập trung được tiến hành dựa trên các quy định pháp lý bắt buộc và một "hành lang mở" cho các hoạt động giao dịch.

10.2.4.3. Quản lý các nhà kinh doanh chứng khoán

Nhà kinh doanh chứng khoán trên thị trường là những tổ chức, cá nhân thực hiện các nghiệp vụ trên TTCK như: Môi giới chứng khoán; Tự doanh; Bảo lãnh phát hành; Tư vấn đầu tư chứng khoán; Quản lý danh mục đầu tư; Lưu ký chứng khoán. Nhà kinh doanh chứng khoán là một trong các chủ thể quan trọng, ảnh hưởng lớn đến sự ổn định và phát triển của thị trường. Chính vì vậy, quản lý các nhà kinh doanh chứng khoán là một nhiệm vụ trọng tâm của nội dung quản lý thị trường chứng khoán.

Tại hầu hết các thị trường, cơ quan quản lý Nhà nước quy định các tổ chức kinh doanh chứng khoán phải là những tổ chức có số vốn tối thiểu, có trụ sở làm việc, có đội ngũ nhân viên đủ kiến thức, kinh nghiệm và có giấy phép hành nghề. Hoạt động của các nhà kinh doanh chứng khoán phải tuân theo các quy định trên thị trường, chịu sự quản lý, giám sát của các tổ chức quản lý và tự quản.

Ngoài ra, để bảo vệ lợi ích của người gửi tiền và tính an toàn của hệ thống tài chính, pháp luật các nước đều đưa ra những hạn chế nhất định đối với các ngân hàng thương mại trong hoạt động kinh doanh chứng khoán.

10.2.4.4. Quản lý chứng khoán quốc tế

Trong xu thế hội nhập, khu vực hóa và toàn cầu hóa của nền kinh tế thế giới, ranh giới về mặt không gian giữa các thị trường chứng khoán ngày càng bị xóa bỏ. Một công ty có trụ sở ở Nhật Bản có thể phát hành hoặc kinh doanh chứng khoán trên thị trường chứng khoán NewYork và ngược lại. Tuy nhiên, toàn cầu hóa thị trường chứng khoán lại là một trong những nguyên nhân gây ra những rủi ro mang tính hệ thống. Việc quản lý chứng khoán quốc tế do đó rất được các nước chú trọng.

Quản lý chứng khoán quốc tế gồm 4 nội dung chính sau:

Thứ nhất, quản lý việc phát hành chứng khoán của tổ chức phát hành trong nước ra thị trường nước ngoài.

Thứ hai, quản lý việc phát hành chứng khoán của tổ chức phát hành nước ngoài trên thị trường chứng khoán trong nước.

Thứ ba, quản lý các giao dịch chứng khoán của các tổ chức, cá nhân nước ngoài trên các thị trường chứng khoán trong nước và ngược lại.

Thứ tư, quản lý các tổ chức nước ngoài trên TTCK.

10.3. GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

10.3.1. Khái niệm

Bên cạnh việc quản lý, giám sát thị trường chứng khoán là một hoạt động diễn ra thường xuyên và cũng không kém phần quan trọng trong việc giữ vững sự ổn định cũng như định hướng hoạt động của thị trường.

Giám sát thị trường chứng khoán nhằm đối chiếu hoạt động cụ thể, các diễn biến hàng ngày, các tài liệu báo cáo so với các quy định của pháp luật, từ đó phát hiện ra các thiếu sót, sai phạm của các chủ thể tham gia thị trường. Như vậy, giám sát thị trường chứng khoán chính là việc tiến hành theo dõi, kiểm tra các hoạt động của các chủ thể tham gia thị trường và các hoạt động diễn ra trên thị trường nhằm phát hiện và xử lý kịp thời các vi phạm khuyến khích, phát huy kịp thời các hành vi tốt đảm bảo giữ vững mục tiêu hoạt động của thị trường.

10.3.2. Nội dung giám sát

10.3.2.1. Giám sát Sở Giao dịch

Cơ quan quản lý nhà nước giám sát, kiểm tra hoạt động của các Sở giao dịch thông qua việc đọc, kiểm tra và phân tích sổ sách của Sở giao dịch, xem xét tình hình tài chính và đánh giá xu hướng phát triển Sở giao dịch. Việc giám sát hoạt động của các Sở giao dịch của cơ quan chủ quản thường được phân chia thành các Vụ chức năng như: giám sát phát hành, giám sát niêm yết, giám sát giao dịch... nhằm thực hiện hai nhiệm vụ: theo dõi chứng khoán và giám sát thị trường.

- Theo dõi chứng khoán nhằm các mục đích sau:

+ Theo dõi liên tục giá chứng khoán và khối lượng giao dịch ở các thời điểm khác nhau, phân tích mức độ tăng giảm để phát hiện ra các giao dịch không bình thường.

+ Thu nhập và điều tra những tin đồn về các công ty niêm yết và các thông tin khác có ảnh hưởng đến giá cả thị trường.

+ Theo dõi việc thay đổi quyền sở hữu của các cổ đông chính ở các công ty niêm yết, tình trạng sở hữu của nhà đầu tư quốc tế.

- Giám sát thị trường chứng khoán nhằm các mục đích sau:

+ Phát hiện các giao dịch nội gián, thao túng thị trường hoặc thao túng giá cả, các hành vi gian lận trên thị trường.

+ Thi hành kỷ luật đối với các giao dịch gian lận, bất hợp pháp trên thị trường.

+ Báo cáo với cơ quan quản lý nhà nước những bất ổn của thị trường nhằm có sự điều chỉnh hợp lý.

10.3.2.2. Giám sát thành viên SGDCK

Giám sát các thành viên của SGDCK được thực hiện trên cơ sở kiểm tra định kỳ và kiểm tra đột xuất nhằm phát hiện ra những sai lệch để sửa chữa, uốn nắn kịp thời.

Theo nghĩa rộng, giám sát thành viên của SGDCK bao gồm: giám sát tổ chức niêm yết, giám sát công ty môi giới chứng khoán và giám sát công ty kinh doanh chứng khoán.

10.3.2.2.1. Giám sát tổ chức niêm yết

Việc giám sát các tổ chức niêm yết (TCNY) gồm 3 nội dung chính là: việc lập hồ sơ của tổ chức niêm yết để theo dõi; giám sát việc tuân thủ, duy trì các tiêu chuẩn niêm yết; giám sát hoạt động công bố thông tin.

Lập hồ sơ của tổ chức niêm yết là việc thu thập các thông tin liên quan đến tổ chức niêm yết và chứng khoán niêm yết. Thông thường, các thông tin cần thu thập gồm:

- Quá trình thành lập và các sự kiện nổi bật của TCNY.
- Tình hình tài chính và khả năng chi trả cổ tức, lãi trái phiếu qua các năm.
- Tình hình nhân sự của TCNY.
- Thực trạng sản xuất kinh doanh và triển vọng phát triển của TCNY.
- Các thông tin liên quan đến những đợt phát hành chứng khoán của TCNY.

- Các thông tin về những tổ chức, cá nhân có liên quan đến hoạt động phát hành của TCNY.

Như vậy, việc lập hồ sơ của TCNY là cơ sở cho việc giám sát sự truy trì và tuân thủ các tiêu chuẩn niêm yết và hoạt động công bố thông tin. Nhìn chung, pháp luật các nước đều quy định cụ thể về các vấn đề này để tổ chức giám sát có thể dễ dàng đối chiếu, theo dõi.

10.3.2.2.2. Giám sát công ty môi giới, kinh doanh chứng khoán và công ty quản lý quỹ

Giám sát công ty môi giới, kinh doanh chứng khoán và công ty quản lý quỹ nhằm mục đích bảo vệ các nhà đầu tư và tạo lập sự công bằng cho thị trường.

Với nghiệp vụ môi giới, pháp luật luôn yêu cầu các công ty phải có trách nhiệm thực hiện giao dịch một cách công bằng, đúng luật. Cụ thể là phải thực hiện lệnh đúng thời hạn, định mức giá phù hợp với giá thị trường, cung cấp đầy đủ các thông tin liên quan cho khách hàng. Với nghiệp vụ kinh doanh, SGDCK thực hiện việc giám sát các công ty chứng khoán theo các nội dung sau:

- + Cung cấp thông tin giao dịch kịp thời, chính xác.
- + Phương thức nhận lệnh của khách hàng phải hợp pháp.
- + Các nhân viên của công ty không được lợi dụng danh nghĩa công ty để thực hiện các giao dịch của riêng mình.

Đối với các công ty quản lý quỹ, SGDCK tiến hành giám sát về cơ cấu tổ chức, phương thức hình thành quỹ, tình hình tài chính và các hoạt động trên thị trường.

Việc giám sát của SGDCK cũng được thực hiện với hai nội dung chính:

Một là, lập hồ sơ giám sát các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ gồm:

- Các thông tin liên quan đến quyết định thành lập
- Các thông tin liên quan đến tình hình nhân sự và cơ cấu tổ chức
- Các thông tin liên quan về vốn, tình hình tài chính, quỹ dự phòng

- Đại diện của công ty tại sàn giao dịch
- Các thông tin về những thay đổi hoạt động của công ty.

Hai là, giám sát việc tuân thủ các quy định hoạt động của Sở GDCK và của pháp luật, đặc biệt là việc đảm bảo các chỉ tiêu tài chính như: vốn tự có, quỹ dự phòng, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản...

10.3.3. Phương thức giám sát thị trường chứng khoán

Để tiến hành giám sát thị trường chứng khoán, người ta có hai phương thức chủ yếu là theo dõi và thanh tra. Theo dõi là một phương thức mang tính chất thường nhật trong khi phương thức thanh tra phần lớn được sử dụng khi có sự cố nhất định xảy ra.

10.3.3.1. Theo dõi chứng khoán

Công tác theo dõi giao dịch chứng khoán được phân loại theo thời gian, gồm: theo dõi chứng khoán trong ngày và theo dõi chứng khoán theo khoảng thời gian (theo dõi dài ngày).

- Theo dõi chứng khoán trong ngày.

Đối với những chứng khoán không theo chuẩn mực về giá cả và khối lượng hoặc những chứng khoán mà trong quá trình niêm yết và giao dịch có những tin đồn gây ảnh hưởng đến giá cả thì sẽ được tiến hành theo dõi trong ngày. Để tiến hành theo dõi trong ngày, cơ quan giám sát sẽ yêu cầu công ty niêm yết cung cấp các thông tin liên quan và thu thập thêm thông tin để phân tích.

Cụ thể, người ta tiến hành theo dõi chứng khoán trong ngày trong các trường hợp sau:

- + Giá chứng khoán hoặc khối lượng giao dịch ngoài mức chuẩn đã định.
- + Giá chứng khoán đạt tới mức giới hạn trần hoặc giới hạn sàn trong phiên giao dịch.
- + Xuất hiện tin đồn về một loại chứng khoán có giao dịch khả nghi.
- + Có những thay đổi về cơ cấu tổ chức, ban lãnh đạo của công ty niêm

yết.

+ Những chứng khoán mới phát hành và đăng ký niêm yết, giao dịch.

Sau quá trình phân tích, cơ quan giám sát sẽ đưa ra các quyết định sau:

- Thông báo cho phép chứng khoán đó tiếp tục được giao dịch bình thường, kết thúc việc theo dõi.

- Tiếp tục theo dõi thêm.

- Báo cho cơ quan chủ quản tiến hành thanh tra đột xuất.

- Theo dõi chứng khoán nhiều ngày.

- *Theo dõi chứng khoán theo khoảng thời gian*

Những chứng khoán thuộc diện theo dõi nhiều ngày khi kết quả theo dõi trong ngày chưa rõ ràng hoặc có những tin đồn nghiêm trọng, những tin tức quan trọng bị tiết lộ.

Quy trình theo dõi chứng khoán nhiều ngày được thực hiện qua các bước sau:

1. Phát hiện các giao dịch không bình thường bằng cách theo dõi phân tích kết quả giao dịch trong ngày.

2. Tiến hành theo dõi kết quả giao dịch trong nhiều ngày liên tục, nếu thấy có sự biến động lớn về giá hoặc khối lượng giao dịch thì thu nhập tiếp thông tin để điều tra.

3. Thu thập, phân tích tin đồn và các thông tin liên quan.

4. Kết thúc việc theo dõi, đưa ra kết luận và báo cáo về cơ quan chủ quản.

10.3.3.2. Thanh tra

Đối tượng thanh tra thị trường chứng khoán bao gồm: các tổ chức niêm yết; các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư, thành viên lưu ký chứng khoán, ngân hàng giám sát; SGDCK; người hành nghề kinh doanh chứng khoán; tổ chức và cá nhân có liên quan đến hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán; người hành nghề kinh doanh chứng khoán. Phạm vi giám sát, thanh tra gồm: hoạt động phát hành chứng khoán; các giao dịch chứng khoán; các hoạt động kinh doanh, đăng

ký, thanh toán bù trừ, lưu ký chứng khoán; việc công bố thông tin.

Việc tổ chức thanh tra các công ty chứng khoán, các tổ niêm yết thường diễn ra một cách định kỳ. Hoạt động thanh tra đột xuất đối với các chứng khoán và các tổ chức niêm yết xuất hiện đồng thời với việc thanh tra các giao dịch bất thường liên quan đến đối tượng thanh tra.

Khi phát hiện đầy đủ các dấu hiệu vi phạm trong giao dịch hoặc trong các trường hợp khẩn cấp, cơ quan chủ quản sẽ tiến hành thanh tra trực tiếp các giao dịch bất thường. Đối tượng bị thanh tra có nghĩa vụ cung cấp đầy đủ chính xác và kịp thời các thông tin có liên quan để tổ chức thanh tra xác minh, phân tích:

- Số lượng chứng khoán đã phát hành
- Biến động về giá và khối lượng chứng khoán giao dịch
- Tính lành mạnh trong mối quan hệ giữa tổ chức niêm yết với công ty chứng khoán và công ty kiểm toán.
- Mối quan hệ giữa những người nắm được thông tin nội bộ của tổ chức phát hành với nhau và với những đối tượng khác.
- Mối quan hệ giữa những nhà đầu tư nắm giữ phần lớn số lượng chứng khoán phát hành.
- Các giao dịch có giá trị lớn, mờ ám.
- Những hành vi gian lận khác như: nhiều giá, đầu cơ...

Sau khi xác minh, phân tích các vấn đề trên, tổ chức thanh tra đưa ra kết luận cuối cùng về mức độ vi phạm của các đối tượng, từ đó kiến nghị lên cấp có thẩm quyền các biện pháp xử lý, kỷ luật.

10.3.3.3. Xử lý kỷ luật

Tuỳ mức độ vi phạm và quy định pháp quy của từng nước mà các mức độ xử lý kỷ luật khác nhau đối với đối tượng vi phạm. Việc xử lý kỷ luật được xem xét dưới các giác độ sau:

Nguyên tắc xử lý kỷ luật:

Mục đích của việc xử lý kỷ luật các đối tượng vi phạm là nhằm tạo lập sự công bằng và ổn định của thị trường vì vậy phải tuân thủ những nguyên tắc sau:

- Nguyên tắc đúng đối tượng;
- Nguyên tắc đúng hành vi vi phạm;
- Nguyên tắc đúng thẩm quyền, thủ tục;
- Nguyên tắc đúng mức độ vi phạm;
- Nguyên tắc kịp thời, triệt để.

Các hành vi bị xử lý kỷ luật:

Thứ nhất: vi phạm luật, các văn bản pháp quy dưới luật trong lĩnh vực chứng khoán, các quy chế, quy định của Sở GD.

Thứ hai: vi phạm tính trung thực hoặc chậm trễ trong việc cung cấp thông tin, báo cáo.

Thứ ba: có hành vi che dấu, cản trở việc thanh tra của cơ quan có thẩm quyền.

Thứ tư: có các hành vi lừa đảo, gian lận làm tổn hại đến lợi ích của các tổ chức, cá nhân tham gia thị trường.

Các hình thức xử lý, kỷ luật:

Như trên đã nói, các hình thức xử lý kỷ luật tùy thuộc vào mức độ vi phạm nhưng nhìn chung có những hình thức chủ yếu sau.

1. Yêu cầu sửa đổi, sửa chữa khi đối tượng phát sinh các vấn đề không hợp lý so với các quy định hiện hành.

2. Phạt cảnh cáo, khiển trách: hình thức này được áp dụng trong trường hợp đối tượng vi phạm không cố ý hoặc vi phạm lần đầu với quy mô nhỏ, không gây thiệt hại đáng kể cho thị trường và các đối tượng khác.

3. Phạt tiền: được áp dụng khi đối tượng thực hiện hành vi vi phạm cố ý gây tổn hại đến nguyên tắc công bằng, gây cản trở hoạt động quản lý, giám sát của SGD.

4. Yêu cầu bồi thường thiệt hại cho người bị hại.

5. Đình chỉ một phần hay toàn bộ giao dịch trong một thời hạn nhất định khi hành vi phạm là cố ý, gây tổn hại đáng kể đến các chủ thể khác, phá vỡ tính công bằng và trật tự vốn có của thị trường, cản trở hoạt động giám sát.

6. Tước quyền sử dụng giấy phép. Hình thức này được áp dụng khi các hành vi vi phạm là cố ý và có tính hệ thống, xảy ra nhiều lần.

7. Tịch thu toàn bộ các khoản thu có được từ việc thực hiện các hành vi vi phạm và sổ chứng khoán liên quan. Đây là một hình thức phạt bổ sung, được áp dụng kèm theo các hình phạt chính khi đã có thông báo yêu cầu đình chỉ mà vẫn cố tình vi phạm hoặc tái phạm nhiều lần có tính hệ thống.

Thẩm quyền và thủ tục xử lý, kỷ luật:

Thẩm quyền xử lý kỷ luật được phân cấp tùy theo tính chất và mức độ vi phạm của đối tượng. Các cấp có thẩm quyền xử lý kỷ luật bao gồm: Chính phủ; cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán; chính quyền địa phương nơi xảy ra vi phạm; Thanh tra chứng khoán.

Việc xử lý kỷ luật phải tuân theo thủ tục và trình tự nhất định: khi quyết định cảnh cáo, khiển trách đối tượng vi phạm, cơ quan thẩm quyền phải có văn bản chính thức gửi đến đối tượng vi phạm, chính quyền địa phương với người vi phạm cư trú hoặc với người vi phạm làm việc.

Đối với các quyết định xử phạt khác, cơ quan có thẩm quyền phải lập biên bản vi phạm và ra quyết định xử phạt.

Trình tự xử lý kỷ luật được thực hiện theo các bước sau:

Bước 1: Thanh tra báo cáo lên tổ chức, cá nhân có thẩm quyền.

Bước 2: Hội xét thi hành kỷ luật, kết luận được đưa ra trên cơ sở tham khảo ý kiến của các cá nhân tổ chức có liên quan.

Bước 3: Báo cáo lên UB kỷ luật.

Bước 4: Ra quyết định cuối cùng thi hành kỷ luật đối tượng vi phạm.

Bước 5: Nhận và giải quyết khiếu nại.

Giám sát thị trường chứng khoán không chỉ là nhiệm vụ của cơ quan

quản lý về chứng khoán, Sở Giao dịch mà còn là của tất cả các chủ thể có liên quan đến thị trường chứng khoán. Ngoài việc đảm bảo tính công bằng, ổn định của thị trường, nó còn giúp tạo ra cảm giác an tâm cho nhà đầu tư, từ đó thúc đẩy thị trường phát triển. Nhiệm vụ này đòi hỏi cần có những đầu tư đúng mực về con người, về xây dựng cơ sở vật chất, đặc biệt phải đưa công nghệ thông tin vào hoạt động quản lý. Ngoài ra, cần xây dựng một hệ thống các quy định chặt chẽ, phù hợp với thực tế để thuận lợi cho hoạt động quan trọng này.

10. 4. QUẢN LÝ VÀ GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN - KINH NGHIỆM CỦA MỘT SỐ NƯỚC

Có nhiều cách để giới thiệu kinh nghiệm quản lý và giám sát thị trường chứng khoán của các nước trên thế giới. Ở đây, nhằm thiết lập tính hệ thống và logic cho người đọc, chúng tôi giới thiệu những kinh nghiệm này dưới 3 góc độ:

- Các cơ quan quản lý, giám sát thị trường
- Khung pháp lý của hoạt động quản lý, giám sát thị trường
- Phân cấp giám sát thị trường

10.4.1. Cơ quan quản lý, giám sát thị trường chứng khoán

10.4.1.1. Cơ quan quản lý Nhà nước

Trên hầu hết các thị trường, cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán đều có nhiệm vụ chung là đảm bảo hoạt động có tổ chức của thị trường chứng khoán bằng việc đặt ra các quy định và giám sát việc thực hiện các quy định đó.

Cơ quan quản lý chứng khoán ra đời sớm nhất là UBCK Mỹ (SEC) thành lập ngày 6/6/1934 sau sự sụp đổ của thị trường năm 1929. UBCK Mỹ là cơ quan có tính độc lập cao đứng đầu là Chủ tịch và 4 Ủy viên hội đồng do Tổng thống bổ nhiệm với nhiệm kỳ 5 năm, SEC có quyền lực rộng rãi từ việc ban hành các quy định, cấp phép kinh doanh, cấp thép thành lập SGD đến việc kiểm tra, giám sát và xử lý kỷ luật các chủ thể tham gia thị trường.

Tại Anh Quốc, mặc dù Ủy ban chứng khoán và đầu tư (SIB) được thành

lập tương đối muộn (năm 1986) nhưng lại có mô hình quản lý đặc thù, mô hình tự quản rất cao, Chính phủ chỉ quản lý và giám sát rất ít. SIB chịu sự giám sát trực tiếp của Bộ trưởng Bộ Tài chính nhưng không được cấp kinh phí từ ngân sách, nhân viên của SIB không phải là công chức, viên chức của Chính phủ.

Tại Nhật Bản, chưa có UBCK với tư cách là một cơ quan quản lý nhà nước ngang Bộ, Tổng cục chứng khoán thuộc Bộ Tài chính chịu trách nhiệm quản lý và giám sát thị trường. Ngoài ra, còn có các cơ quan quản lý phụ trợ khác trong lĩnh vực chứng khoán như: Hội đồng chứng khoán (thành lập năm 1952); Hội đồng kế toán kinh doanh; Ủy ban thanh tra chứng nhận kế toán công. Đến năm 1992, Ủy ban giám sát và giao dịch chứng khoán được thành lập nhằm đảm bảo tính công bằng, công khai và an toàn trong kinh doanh chứng khoán cho các nhà đầu tư tại Sở giao dịch. Ủy ban này trực thuộc Bộ Tài chính và hoạt động tương đối độc lập với các tổ chức khác. Mô hình quản lý của Nhật Bản cũng phát huy rất cao tính tự quản.

Tại Hàn Quốc, tồn tại song song 2 cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán gồm UBCK Hàn Quốc (KSEC) và Ủy ban giám sát chứng khoán (SSB). KSEC và SSB chịu trách nhiệm quản lý và giám sát thị trường chứng khoán dưới sự chỉ đạo của Bộ Tài chính. Chủ tịch UBCK đồng thời là Lãnh đạo Ủy ban giám sát, ngoài việc quản lý thị trường chứng khoán và các định chế liên quan còn quản lý, kiểm soát trực tiếp thị trường, các công ty chứng khoán, các tổ chức niêm yết, các nhà đầu tư hoặc nhà phát hành nước ngoài.

Tại Trung Quốc, Ủy ban quản lý chứng khoán (CSRC) thành lập năm 1992 là cơ quan thuộc Quốc Vụ Viện Trung Quốc, thực hiện chức năng quản lý thị trường chứng khoán. Sau đó Ủy ban này kết hợp với Ủy ban giám sát thị trường và đổi tên thành Ủy ban giám quản chứng khoán.

10.4.1.2. Cơ quan điều hành SGD chứng khoán

Nhìn chung, hầu hết các cơ quan điều hành SGDCK là một tổ chức tự quản đặt dưới sự quản lý, giám sát chặt chẽ của cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán. SGDCK tự quản lý và giám sát các thành viên của mình thông qua điều lệ thành lập, các khế ước và các quy định của pháp luật. Nó cũng quản lý các tổ chức niêm yết, phát hành, các hoạt động giao dịch, các quỹ đầu tư... SGDCK tự thực hiện việc giám sát, kiểm tra, giải

quyết và xử lý các tranh chấp các vi phạm trong phạm vi quản lý.

Hệ thống tự quản tạo ra sự linh hoạt và năng động, đáp ứng tốt hơn các nhu cầu và sự thay đổi, biến động của thị trường.

Tại Đức, Anh, Nhật chế độ tự quản đóng một vai trò quan trọng, các chủ thể tham gia thị trường cũng đồng thời là thành viên của tổ chức tự quản.

Tại Mỹ, tranh chấp giữa các chủ thể xảy ra được giải quyết bởi tổ chức tự quản.

Các thị trường chứng khoán mới thành lập và đang trong giai đoạn phát triển như Trung Quốc, Philippin, Indonexia, Malaysia... đều áp dụng chế độ bán tự quản. SGD tiến hành tự quản trên cơ sở báo cáo và tham khảo ý kiến của cơ quan quản lý nhà nước.

10.4.2. Hệ thống pháp lý

Tại Mỹ, Nhật, Anh, Đức, Hàn Quốc, Thái Lan, những nước có lịch sử hình thành và phát triển thị trường chứng khoán lâu đời, hệ thống pháp lý khá hoàn chỉnh và chặt chẽ. Hệ thống các văn bản pháp quy chủ yếu gồm Luật, Đạo luật và các quy chế do cơ quan quản lý Nhà nước và tổ chức tự quản ban hành.

Tại các nước đang phát triển như Trung quốc, Indonesia, bản thân toàn bộ hệ thống pháp lý quốc gia chưa đồng bộ và hoàn chỉnh nên các văn bản pháp quy trong lĩnh vực chứng khoán còn nhiều bất cập, thiếu sót cần bổ sung, sửa chữa. Chúng tồn tại hầu hết dưới dạng các văn bản dưới luật (nghị định, quyết định, quy chế).

Tại Mỹ, Luật chứng khoán (1933) và Luật chứng khoán và SGD (1934) là hai bộ luật cơ bản điều chỉnh toàn bộ các phạm trù trong lĩnh vực chứng khoán của luật chứng khoán đề cập chủ yếu đến hoạt động phát hành của các công ty trong khi luật chứng khoán và SGD quy định việc mua bán chứng khoán trên thị trường sơ cấp.

Ngoài ra, hệ thống pháp lý của Mỹ còn có các luật bổ trợ khác như Luật công ty đầu tư (1940), Luật uỷ ban giao dịch hàng hóa tương lai (1974), Luật bảo hộ nhà đầu tư chứng khoán (1970).

Hệ thống pháp lý của Mỹ trong lĩnh vực chứng khoán ban hành năm 1974 quy định khá đầy đủ và chặt chẽ các vấn đề liên quan đến lĩnh vực chứng khoán.

Tại Đức, hệ thống pháp lý trong lĩnh vực chứng khoán được ban hành dưới hình thức một hệ thống luật đơn hành:

- + Luật khuyến khích thị trường tài chính (1994)
- + Luật kinh doanh chứng khoán (sửa đổi 1994)
- + Luật Sở Giao dịch chứng khoán
- + Luật thanh toán bù trừ và lưu giữ chứng khoán
- + Luật Ngân hàng
- + Luật Công ty

Tại Hàn Quốc, các bộ luật cơ bản gồm có Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán, Luật củng cố phát triển vốn, Luật thương mại, Luật đầu tư tín thác chứng khoán và Luật kiểm toán khá hoàn chỉnh và chuẩn mực có thể tham khảo trong quá trình xây dựng pháp luật về chứng khoán ở Việt Nam.

Trung Quốc có hệ thống pháp lý về chứng khoán khá tương đồng với Việt Nam. Các văn bản pháp quy vẫn còn trong tình trạng thiếu đồng bộ, nhất quán, chưa đầy đủ và nhanh lạc hậu. Ngoài Luật công ty được ban hành năm 1994, hầu hết các văn bản pháp quy khác đều là văn bản dưới luật gồm:

- Quy chế tạm thời về phát hành và giao dịch cổ phiếu
- Quy chế tạm thời liên quan đến Sở Giao dịch chứng khoán
- Các biện pháp tạm thời trong việc ngăn chặn lừa đảo chứng khoán.
- Các quy định về công bố thông tin chứng khoán, về phát hành chứng khoán.
- Các quy định tạm thời của Bộ Tư pháp và Hội đồng chứng khoán về tiêu chuẩn các luật sư làm việc trong lĩnh vực dịch vụ pháp lý.
- Quy định về tiêu chuẩn các tổ chức kế toán và các kế toán viên trong kinh doanh chứng khoán.

10.4.3. Hệ thống giám sát

Tại đa số các nước, hệ thống giám sát có trách nhiệm quan trọng nhất là giám sát, kiểm tra việc thực thi các quy định trong lĩnh vực chứng khoán.

Mô hình phân cấp giám sát thị trường chứng khoán của Mỹ như sau:

Cấp 1: UBCK giám sát các tổ chức tự quản trong việc yêu cầu các thành viên của họ tuân thủ đúng các luật về chứng khoán và điều lệ tự quản.

Cấp 2: Các tổ chức tự quản giám sát thành viên của mình và các chủ thể tham gia thị trường bằng cách thiết lập, thực hiện và đánh giá các tiêu chuẩn đề ra.

Cấp 3: UBCK và tổ chức tự quản giám sát các công ty chứng khoán, các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán.

Nội dung chính của việc giám sát là kiểm tra tình hình tài chính và mức độ tuân thủ các chỉ tiêu tài chính theo luật định. Đồng thời, xem xét các giao dịch trái phép với giá cả và khối lượng vượt chuẩn định, giao dịch nội gián hoặc sử dụng tiền ký quỹ của khách hàng sai mục đích.

10.5. QUẢN LÝ VÀ GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức đi vào hoạt động ngày 20/7/2000 với sự khai trương của trung tâm giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh. Trước đó, để chuẩn bị cho sự ra đời của thị trường, UBCKNN (SSC) được thành lập theo Nghị định 75/CP ngày 28/11/1996 của Thủ tướng Chính phủ. SSC là cơ quan trực thuộc Chính phủ, có nhiệm vụ chuẩn bị các điều kiện về pháp lý, hàng hóa, con người và cơ sở vật chất cho thị trường chứng khoán Việt Nam. SSC là cơ quan quản lý nhà nước cao nhất trong lĩnh vực chứng khoán. Bên cạnh đó, Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tư pháp quản lý nhà nước về một số vấn đề nhất định trong lĩnh vực chứng khoán.

Theo nghị định 75/CP (28/11/1996) UBCKNN có các nhiệm vụ và quyền hạn sau:

- Soạn thảo các văn bản pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán để trình cấp có thẩm quyền xem xét quyết định và tổ chức, hướng dẫn thực hiện các văn bản đó.

- Chủ trì, phối hợp với các Bộ, ngành có liên quan tổ chức xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam

- Cấp, đình chỉ hoặc thu hồi giấy phép hoạt động đối với công ty kinh doanh chứng khoán, công ty tư vấn chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán và các đơn vị được phát hành chứng khoán để giao dịch ở thị trường chứng khoán theo quy định của Chính Phủ.

- Thành lập và quản lý các tổ chức tổ chức dịch vụ và phụ trợ cho hoạt động của thị trường chứng khoán theo quy định của pháp luật.

- Trình Thủ tướng Chính phủ quyết định thành lập, đình chỉ hoạt động hoặc giải thể Sở giao dịch chứng khoán.

- Kiểm tra, giám sát hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán và các tổ chức có liên quan đến việc phát hành, kinh doanh, dịch vụ chứng khoán.

- Ban hành các quy định về niêm yết, thông báo phát hành, thông tin về giao dịch, mua bán chứng khoán; thỏa thuận với Bộ tài chính để quy định phí, lệ phí liên quan đến việc phát hành và kinh doanh chứng khoán.

- Tổ chức đào tạo nâng cao trình độ chuyên môn nghiệp vụ cho đội ngũ cán bộ quản lý, kinh doanh chứng khoán và thị trường chứng khoán.

- Hợp tác với các tổ chức quốc tế và các nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán theo quy định của Chính phủ.

- Chủ trì, phối hợp với các cơ quan có liên quan áp dụng các biện pháp cần thiết để đảm bảo cho các hoạt động thị trường chứng khoán diễn ra có hiệu quả và đúng pháp luật.

- Quản lý cơ sở vật chất và tổ chức bộ máy, công chức, viên chức của Ủy ban theo quy định của Chính phủ.

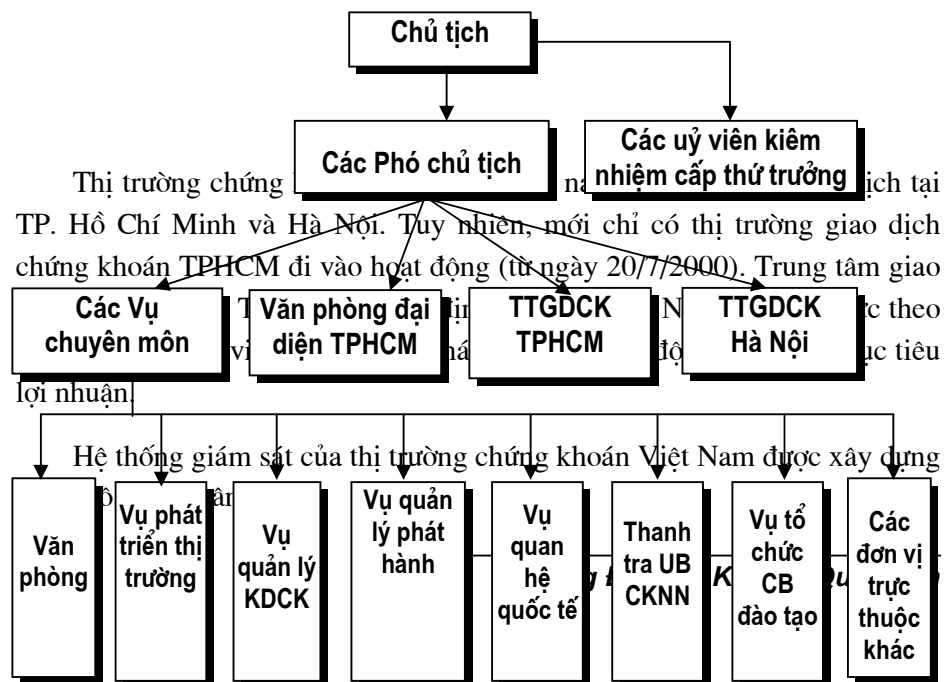
- Thực hiện các công việc khác do Thủ tướng Chính phủ giao.

UBCK nhà nước có tính độc lập tương đối với các Bộ ngành. Điều hành Ủy ban gồm: Chủ tịch, các Phó chủ tịch và các Ủy viên kiêm nhiệm cấp Thứ

trưởng các Bộ: Bộ Tài chính, Tư pháp, Kế hoạch đầu tư, Ngân hàng nhà nước.

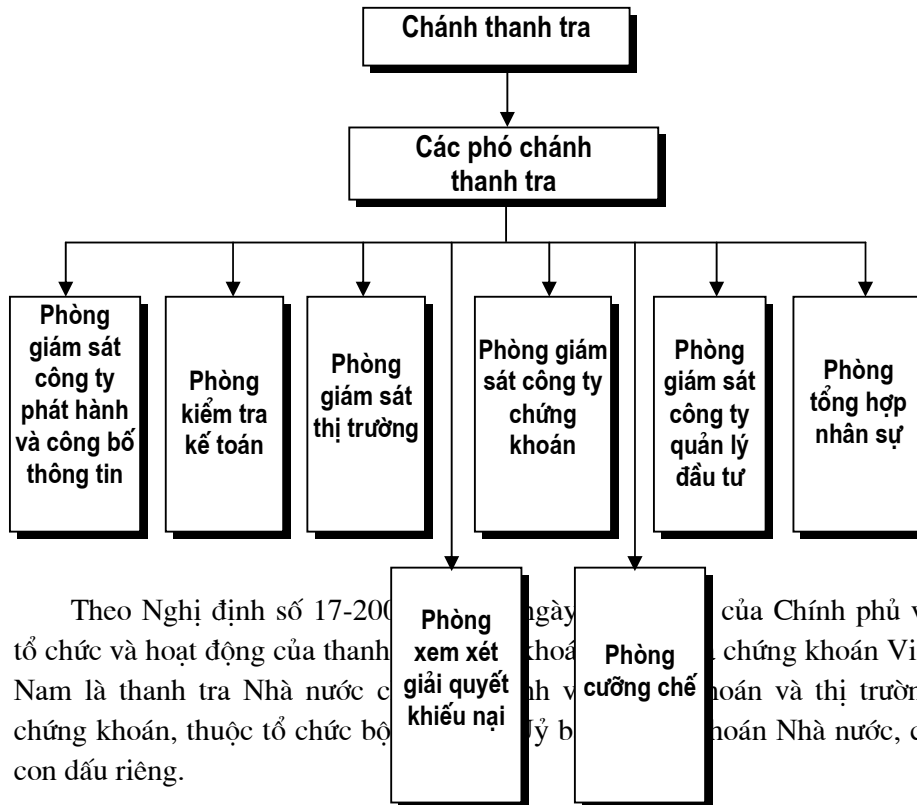
Chủ tịch UBCN Nhà nước chịu trách nhiệm trước Thủ tướng Chính phủ, Chính phủ và Quốc hội về hoạt động của thị trường chứng khoán.

Sơ đồ bộ máy UBCK NN (SSC)



- UBCK nhà nước giám sát các tổ chức phát hành, SGDCK và các tổ chức trung gian trên thị trường chứng khoán.
- TTGDCK giám sát hàng ngày các công ty chứng khoán thành viên và các giao dịch trên sở, từ đó tổng hợp, phân tích, phát hiện các sai phạm báo cáo lên UBCKNN.
- Các tổ chức trung gian trên thị trường xây dựng hệ thống giám sát nội bộ trên cơ sở các quy định của pháp luật.

Sơ đồ bộ máy thanh tra, giám sát TTCK Việt Nam



Theo Nghị định số 17-2006/CP ngày 17/02/2006 của Chính phủ về tổ chức và hoạt động của thanh tra Nhà nước, Thanh tra Việt Nam là thanh tra Nhà nước chuyên ngành về chứng khoán, thuộc tổ chức bộ máy của Chính phủ, có con dấu riêng.

Mục đích hoạt động của Thanh tra chứng khoán nhằm góp phần đảm bảo cho hoạt động của thị trường chứng khoán được an toàn, công bằng, công khai, có hiệu quả, bảo vệ lợi ích của Nhà nước, quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

Đối tượng thanh tra chứng khoán quy định tại Nghị định gồm:

- Các tổ chức phát hành chứng khoán đưa vào giao dịch tại thị trường giao dịch tập trung;
- Trung tâm giao dịch chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán;
- Các công ty chứng khoán, tổ chức bảo lãnh phát hành, công ty quản lý quỹ đầu tư, tổ chức đăng ký chứng khoán, lưu ký chứng khoán, thanh toán bù trừ chứng khoán, ngân hàng giám sát;
- Người hành nghề kinh doanh chứng khoán;
- Các tổ chức và các cá nhân có liên quan đến hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán;

Phạm vi hoạt động của thanh tra chứng khoán gồm có:

- Hoạt động phát hành chứng khoán;
- Các giao dịch chứng khoán
- Các hoạt động kinh doanh, đăng ký, thanh toán bù trừ, lưu ký chứng khoán;
- Việc công bố thông tin.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Sự cần thiết phải có sự quản lý và giám sát thị trường chứng khoán. Liên hệ thực tiễn TTCK Việt Nam hiện nay?
2. Nội dung quản lý TTCK? Bình luận của Anh (Chị) về thực trạng quản lý TTCK Việt Nam hiện nay?
3. Nội dung thanh tra và giám sát TTCK? Liên hệ thực tiễn công tác thanh tra và giám sát hoạt động của TTCK Việt Nam hiện nay.
4. Mục tiêu quản lý và giám sát TTCK. Theo Anh (Chị), TTCK Việt Nam cần tăng cường các biện pháp gì để đảm bảo các mục tiêu trên?