

**HỌC VIỆN TÀI CHÍNH**

TRƯỜNG CAO ĐẲNG CƠ ĐIỆN  
VÀ NÔNG NGHIỆP NAM BỘ  
**THƯ VIỆN**

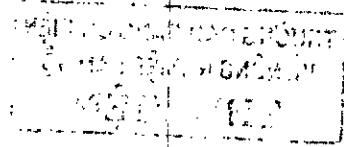
**GIÁO TRÌNH**

# **Thị Trường Chứng Khoán**

Chủ biên: *TS. Bạch Đức Hiển*  
500dong.com

**NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH**

**Hà Nội - 2008**



## **LỜI NÓI ĐẦU**

Giáo trình thi trường chứng khoán được biên soạn lần đầu ở Trường Đại học Tài chính Kế toán Hà Nội năm 1998 và được sửa chữa, bổ sung tái bản năm 2000. Giáo trình đã đáp ứng nhu cầu tài liệu, học tập và nghiên cứu khoa học của cán bộ giáo viên và sinh viên trong thời gian vừa qua. Tuy nhiên, thực tế cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua gần 7 năm ra đời và phát triển, hoạt động của thị trường ngày càng đa dạng phong phú hơn. Mặt khác, về mặt lý luận nhiều vấn đề về thị trường chứng khoán được nhận thức sâu hơn và rõ hơn. Chính vì vậy, việc biên soạn giáo trình thi trường chứng khoán lần này nhằm cung cấp các kiến thức cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán, đáp ứng yêu cầu nâng cao chất lượng về đào tạo và nghiên cứu khoa học của Học viện Tài chính cũng như yêu cầu của xã hội.

Giáo trình là công trình tập thể do TS. *Bạch Đức Hiển*, nguyên Trưởng bộ môn thi trường chứng khoán - Học viện Tài chính làm chủ biên và trực tiếp viết *chương 4, chương 5 và chương 6*, với sự tham gia biên soạn của các giảng viên:

- *TS. Hoàng Văn Quỳnh*, Trưởng Bộ môn thi trường chứng khoán viết *chương 1 và chương 2*;
- *TS. Dương Thị Tuệ*, nguyên Phó Trưởng bộ môn thi trường chứng khoán viết *chương 3*.

Giáo trình thi trường chứng khoán được biên soạn lần này là kết quả của sự kết hợp kế thừa những ưu điểm của lần

biên soạn trước đồng thời và làm phong phú thêm nội dung khoa học rút ra từ lý luận và thực tế của thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán là lĩnh vực phong phú, đa dạng và rất phức tạp, do vậy mặc dù tập thể tác giả đã hết sức cố gắng để hoàn thành giáo trình với chất lượng cao, song giáo trình sẽ không tránh khỏi những thiếu sót nhất định. Tập thể tác giả mong nhận được nhiều ý kiến đóng góp quý báu của bạn đọc để giáo trình được hoàn thiện hơn trong lần xuất bản sau.

Học viện Tài chính chân thành cảm ơn các nhà khoa học trong và ngoài Học viện, gồm: PGS.TS. Nguyễn Thị Mùi; PGS.TS. Vương Trọng Nghĩa; TS. Đào Lê Minh; PGS.TS. Nguyễn Đình Kiệm; PGS.TS. Đinh Xuân Hạng; TS. Nguyễn Thế Thọ; TS. Nguyễn Thị Hoài Lê, đã đóng góp nhiều ý kiến quý báu trong quá trình nghiệm thu và hoàn thiện giáo trình này.

500đồng.com

*Hà Nội, tháng 3 năm 2008*

**BAN QUẢN LÝ KHOA HỌC  
HỌC VIỆN TÀI CHÍNH**

# Chương 1

## TỔNG QUAN

### VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

#### I. KHÁI NIỆM VÀ CHỨC NĂNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

##### 1.1. SỰ HÌNH THÀNH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế, nhu cầu về tích lũy trong xã hội không ngừng tăng lên và ngày càng trở nên phong phú, đa dạng hơn. Trong xã hội xuất hiện một số người cần vốn cho mục đích tiêu dùng hay đầu tư, đồng thời lại có một số người khác có vốn nhàn rỗi tạm thời muốn cho vay để lấy lãi. Ban đầu, những người này thường tìm gặp nhau một cách trực tiếp, dựa trên quan hệ quen biết cá nhân để giải quyết các nhu cầu về vốn cho mình. Tuy nhiên sau đó, khi cung và cầu vốn không ngừng tăng lên thì hình thức vay và cho vay trực tiếp dựa trên quan hệ cá nhân tỏ ra không đáp ứng được nữa, thực tế khách quan đòi hỏi phải có một thị trường cho cung và cầu vốn gặp nhau, đáp ứng các nhu cầu tài chính của nhau. Thị trường đó chính là thị trường tài chính.

Thị trường tài chính là nơi diễn ra các hoạt động trao đổi mua bán quyền sử dụng các nguồn tài chính thông qua những phương thức giao dịch và các công cụ tài chính nhất định, là tổng hòa các quan hệ cung và cầu về vốn. Thị trường tài chính định hướng các nguồn tiết kiệm chủ yếu từ các hộ gia đình tới các cá nhân và tổ chức cần thêm vốn để sử dụng ngoài thu nhập hiện tại.

Qua thị trường tài chính, nhiều khoản vốn nhàn rỗi được huy động vào đầu tư, tạo nên đòn bẩy cho phát triển kinh tế.

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

- **Thị trường tiền tệ**

Thị trường tiền tệ là thị trường mua bán, trao đổi các công cụ tài chính ngắn hạn (thường có thời hạn dưới 1 năm). Thị trường tiền tệ là nơi diễn ra các hoạt động của cung và cầu về vốn ngắn hạn và là nơi để Ngân hàng trung ương thực thi nghiệp vụ thị trường mở nhằm kiểm soát lượng tiền dự trữ của các ngân hàng thương mại và điều tiết lượng tiền cung ứng. Thị trường tiền tệ có một số đặc điểm chủ yếu sau:

+ Giai đoạn luân chuyển vốn ngắn hạn. Các khoản vay hay các chứng khoán có kỳ hạn thanh toán dưới 1 năm đều được xem là công cụ của thị trường tiền tệ.

+ Thị trường tiền tệ đặc trưng bởi hình thức tài chính gián tiếp, đóng vai trò trung gian tài chính giữa người vay và người cho vay là các ngân hàng thương mại

+ Các công cụ của thị trường tiền tệ có độ an toàn tương đối cao.

- **Thị trường vốn**

Thị trường vốn là thị trường mua bán, trao đổi các công cụ tài chính trung và dài hạn. Thị trường vốn là nơi diễn ra các hoạt động của cung và cầu về vốn trung và dài hạn. Thị trường này cung cấp tài chính cho các khoản đầu tư dài hạn của chính phủ, của các doanh nghiệp và của các hộ gia đình. Thị trường vốn có một số đặc điểm sau:

+ Giai đoạn luân chuyển vốn dài hạn

+ Các công cụ chủ yếu của thị trường vốn gồm có các công cụ vay nợ và các chứng khoán có kỳ hạn thanh toán trên 1 năm. Nhìn chung, so với các công cụ của thị trường tiền tệ, các công cụ của thị trường vốn có độ rủi ro cao hơn nhưng lại mang lại mức lợi tức cao hơn cho các nhà đầu tư.

Trong lịch sử hình thành và phát triển thị trường tài chính, thị trường tiền tệ được hình thành trước do ban đầu nhu cầu vốn cũng như tiết kiệm trong dân cư chưa cao và ban đầu nhu cầu về vốn chủ yếu là vốn ngắn hạn. Sau đó, cùng với sự phát triển kinh tế, nhu cầu về vốn dài hạn cho đầu tư phát triển ngày càng cao và thị trường vốn đã ra đời để đáp ứng các nhu cầu vốn này. Để huy động được các nguồn vốn dài hạn, bên cạnh việc đi vay ngân hàng thông qua hình thức tài chính gián tiếp, chính phủ và một số công ty còn thực hiện huy động thông qua phát hành các chứng khoán. Khi một bộ phận các chứng khoán có giá nhất định được phát hành thì tất yếu sẽ nảy sinh nhu cầu về mua bán, trao đổi các chứng khoán đó. Vì vậy, thị trường chứng khoán đã ra đời với tư cách là một bộ phận của thị trường vốn nhằm đáp ứng nhu cầu mua bán, trao đổi chứng khoán các loại.

Thị trường chứng khoán ban đầu phát triển một cách tự phát và sơ khai, xuất phát từ nhu cầu đơn lẻ. Vào giữa thế kỷ XV, tại những thành phố trung tâm ở phương tây, các thương gia thường tụ tập tại các quán cà phê để trao đổi, mua bán các vật tư hàng hóa,... lúc đầu chỉ một nhóm nhỏ, sau đó tăng dần và hình thành một khu chợ riêng. Cuối thế kỷ XV, để thuận tiện hơn cho việc làm ăn, khu chợ trở thành “thị trường” với việc thống nhất các quy ước và dần dần các quy ước này được sửa đổi hoàn chỉnh thành những quy tắc có giá trị bắt buộc chung cho mọi thành viên tham gia thị trường.

Phiên chợ riêng đầu tiên được diễn ra vào năm 1453 tại một lữ điểm của gia đình Vanber ở Bruges (Bỉ), tại đó có một bảng hiệu hình ba túi da với một từ tiếng Pháp là “Bourse” tức là “mậu dịch thị trường” hay còn gọi là Sở giao dịch.

Vào năm 1547, thành phố ở Bruges (Bỉ) mất đi sự phồn thịnh do eo biển Even bị lấp cát nên mậu dịch thị trường ở đây bị sụp đổ và được chuyển qua thị trường Auvers (Bỉ), ở đây thị trường phát triển rất nhanh và vào giữa thế kỷ XVI, một quan chức đại thần Anh quốc đã đến quan sát để về thiết lập mậu dịch thị trường tại London (Anh), nơi mà sau này được gọi là Sở giao dịch chứng khoán London. Các mậu dịch thị trường khác cũng lần lượt được thành lập tại Pháp, Đức và Bắc Âu.

Sự phát triển thị trường ngày càng mạnh cả về lượng và chất với số thành viên tham gia đông đảo với nhiều nội dung khác nhau. Vì vậy, theo tính chất tự nhiên nó lại được phân ra thành nhiều thị trường khác nhau như: thị trường giao dịch hàng hóa, thị trường hối đoái, thị trường giao dịch các hợp đồng tương lai, thị trường chứng khoán,... với đặc điểm riêng của từng thị trường thuận lợi cho hoạt động giao dịch của những người tham gia thị trường.

Quá trình các giao dịch chứng khoán diễn ra và hình thành như vậy một cách tự phát cũng tương tự ở Pháp, Hà Lan, các nước Bắc Âu, các nước Tây Âu và Bắc Mỹ.

Các phương thức giao dịch ban đầu được diễn ra ngoài trời với những ký hiệu giao dịch bằng tay và có thư ký nhận lệnh của khách hàng. Cho đến năm 1921, ở Mỹ, khu chợ ngoài trời được chuyển vào trong nhà, Sở giao dịch chứng khoán được chính thức thành lập.

Ngày nay, cùng với sự phát triển của công nghệ, khoa học kỹ thuật, các phương thức giao dịch tại các sở giao dịch chứng khoán cũng được cải tiến theo tốc độ và khối lượng yêu cầu nhằm đem lại hiệu quả và chất lượng cho giao dịch. Các Sở giao dịch dần dần sử dụng máy vi tính để truyền các lệnh đặt hàng và chuyển dần từ giao dịch thủ công kết hợp với máy tính sang sử dụng hoàn toàn hệ thống giao dịch điện tử.

Cho đến nay, trên thế giới đã có khoảng trên 160 Sở giao dịch chứng khoán phân bố trên khắp các châu lục, bao gồm cả các nước phát triển trong khu vực Đông Nam Á vào những năm 1960-1970 và những nước như Ba lan, Hungari, Séc, Nga, Trung quốc vào những năm đầu 1990,...

Quá trình hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán thế giới cho thấy giai đoạn đầu thị trường phát triển một cách tự phát với sự tham gia của các nhà đầu cơ. Dần dần về sau mới có sự tham gia của công chúng đầu tư. Khi phát triển đến mức độ nhất định, thị trường bắt đầu phát sinh những trục trặc dẫn đến phải thành lập cơ quan quản lý nhà nước và hình thành hệ thống pháp lý để điều chỉnh hoạt động của thị trường.

## **1.2. Khái niệm về thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán là một bộ phận quan trọng của thị trường vốn, hoạt động của nó nhằm huy động những nguồn vốn tiết kiệm nhỏ trong xã hội tập trung thành nguồn vốn lớn tài trợ dài hạn cho các doanh nghiệp, các tổ chức kinh tế và nhà nước để phát triển sản xuất, tăng trưởng kinh tế hay cho các dự án đầu tư.

Thị trường chứng khoán là nơi diễn ra các hoạt động giao dịch mua bán các loại chứng khoán. Việc mua bán này được tiến hành ở thị trường sơ cấp khi người mua mua được chứng khoán

lần đầu từ những người phát hành và ở thị trường thứ cấp khi có sự mua đi bán lại các chứng khoán đã được phát hành ở thị trường sơ cấp. Do vậy, thị trường chứng khoán là nơi các chứng khoán được phát hành và trao đổi.

Hàng hóa giao dịch trên thị trường chứng khoán là các cổ phiếu, trái phiếu và một số công cụ tài chính khác có thời hạn trên 1 năm. Các trái phiếu có thời hạn dưới 1 năm là hàng hóa của thị trường tiền tệ.

Vị trí của thị trường chứng khoán trong hệ thống thị trường tài chính có thể được biểu thị khái quát qua sơ đồ sau:



Thị trường chứng khoán có những đặc điểm chủ yếu sau:

+ Thị trường chứng khoán được đặc trưng bởi hình thức tài chính trực tiếp, người cần vốn và người có khả năng cung ứng vốn đều trực tiếp tham gia thị trường, giữa họ không có các trung gian tài chính.

+ Thị trường chứng khoán là thị trường gần với thị trường cạnh tranh hoàn hảo. Tất cả mọi người đều được tự do tham gia vào thị trường. Không có sự áp đặt giá cả trên thị trường chứng khoán mà giá cả ở đây được hình thành dựa trên quan hệ cung cầu của thị trường và phản ánh các thông tin có liên quan đến chứng khoán.

+ Thị trường chứng khoán về cơ bản là một thị trường liên tục, sau khi các chứng khoán được phát hành trên thị trường sơ cấp nó có thể được mua bán nhiều lần trên thị trường thứ cấp. Thị trường chứng khoán đảm bảo cho những người đầu tư có thể chuyển chứng khoán họ nắm giữ thành tiền mặt bất cứ lúc nào họ muốn.

### **1.3. Chức năng của thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán thực hiện các chức năng chủ yếu sau đây:

#### **1.3.1. Chức năng huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế**

Sự hoạt động của thị trường chứng khoán tạo ra một cơ chế chuyển các nguồn vốn từ nơi thừa đến nơi thiếu. Thị trường chứng khoán cung cấp phương tiện huy động số vốn nhàn rỗi trong dân cư cho các công ty sử dụng vào nhiều mục đích khác nhau như đầu tư phát triển sản xuất, xây dựng cơ sở vật chất mới,... Chức năng này được thực hiện khi công ty phát hành chứng khoán và công chúng mua chứng khoán. Nhờ vào sự hoạt động của thị trường chứng khoán mà các công ty có thể huy động được một số lượng lớn vốn đầu tư dài hạn. Khi các nhà đầu tư mua chứng khoán do các công ty phát hành, số tiền nhàn rỗi của họ được đưa vào hoạt động sản xuất kinh doanh và qua đó góp phần mở rộng sản xuất xã hội. Trong quá trình này, thị trường chứng khoán đã có những tác

đóng quan trọng trong việc đẩy mạnh việc phát triển nền kinh tế quốc dân bằng cách hỗ trợ các hoạt động đầu tư của các công ty.

Thông qua thị trường chứng khoán, chính phủ và chính quyền ở các địa phương cũng huy động được các nguồn vốn cho mục đích sử dụng và đầu tư phát triển hạ tầng kinh tế, phục vụ các nhu cầu chung của xã hội.

### ***1.3.2. Chức năng cung cấp môi trường đầu tư cho công chúng***

Thị trường chứng khoán cung cấp cho công chúng một môi trường đầu tư lành mạnh với các cơ hội lựa chọn phong phú. Các loại chứng khoán trên thị trường rất khác nhau về tính chất, thời hạn, khả năng đưa lại lợi tức và mức độ rủi ro, cho phép các nhà đầu tư có thể lựa chọn được loại chứng khoán phù hợp với khả năng, sở thích và mục đích của mình. Chính vì vậy, thị trường chứng khoán có tác dụng quan trọng trong việc khuyến khích tiết kiệm để đầu tư.

### ***1.3.3. Chức năng cung cấp khả năng thanh khoản cho các chứng khoán***

Nhờ có thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư có thể chuyển đổi các chứng khoán họ sở hữu thành tiền mặt hoặc các loại chứng khoán khác khi họ muốn. Khả năng thanh khoản (khả năng chuyển đổi thành tiền mặt) là một trong những đặc tính hấp dẫn của chứng khoán đối với người đầu tư. Đây là yếu tố cho thấy tính linh hoạt của chứng khoán. Chức năng cung cấp khả năng thanh khoản cho các chứng khoán là chức năng quan trọng đảm bảo cho thị trường chứng khoán hoạt động một cách năng động, có hiệu quả và khi thị trường chứng khoán hoạt động càng năng động và có hiệu quả thì càng có khả năng nâng cao tính thanh khoản của các chứng khoán giao dịch trên thị trường.

### **1.3.4. Chức năng đánh giá giá trị doanh nghiệp và tình hình của nền kinh tế**

Thị trường chứng khoán là nơi đánh giá giá trị doanh nghiệp và tình hình của nền kinh tế một cách tổng hợp và chính xác thông qua chỉ số giá chứng khoán trên thị trường. Từ đó tạo ra một môi trường cạnh tranh lành mạnh nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, kích thích áp dụng công nghệ mới, cải tiến sản phẩm.

### **1.3.5. Chức năng tạo môi trường giúp chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô**

Các chỉ báo của thị trường chứng khoán phản ánh động thái của nền kinh tế một cách nhạy bén và chính xác. Giá cả các chứng khoán tăng lên cho thấy đầu tư đang mở rộng, nền kinh tế tăng trưởng và ngược lại khi giá cả chứng khoán giảm sẽ cho thấy các dấu hiệu tiêu cực của nền kinh tế. Vì thế, thị trường chứng khoán được gọi là phong vũ biểu của nền kinh tế và là một công cụ quan trọng giúp chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô. Thông qua thị trường chứng khoán, chính phủ có thể mua và bán trái phiếu chính phủ để tạo ra nguồn thu bù đắp thâm hụt ngân sách và quản lý lạm phát. Ngoài ra, chính phủ cũng có thể sử dụng một số chính sách, biện pháp tác động vào thị trường chứng khoán nhằm định hướng đầu tư đảm bảo cho sự phát triển cân đối nền kinh tế.

Việc tổ chức tốt thị trường và tạo điều kiện cho thị trường phát huy được chức năng của nó sẽ làm cho thị trường hoạt động lành mạnh và có hiệu quả, từ đó tác động tích cực đến sự phát triển kinh tế – xã hội và ngược lại khi thị trường không được tổ chức tốt, sự vận hành của nó không được bảo đảm bằng một khung pháp lý đủ hiệu lực và một bộ máy điều hành có năng lực thì thị trường chứng khoán có thể rơi vào tình trạng trực trặc, rối loạn.

Từ đó gây ra những tác động tiêu cực không nhỏ, đe dọa sự ổn định và phát triển của nền kinh tế, làm thiệt hại đến lợi ích của đồng đảo công chúng.

## II. CƠ CẤU, MỤC TIÊU VÀ CÁC NGUYÊN TẮC HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### 2.1. Cơ cấu của thị trường chứng khoán

Nghiên cứu về cơ cấu thị trường chứng khoán là phân tích xem thị trường chứng khoán bao gồm những bộ phận nào và tìm hiểu mối quan hệ giữa các bộ phận đó. Có thể xem xét cơ cấu thị trường chứng khoán dưới một số góc độ sau:

- Căn cứ vào phương thức giao dịch: Thị trường chứng khoán được chia thành thị trường giao ngay và thị trường tương lai.

Thị trường giao ngay: Còn gọi là thị trường thời điểm, có nghĩa là thị trường giao dịch mua bán theo giá của ngày hôm đó. Còn việc thanh toán và giao hoán sẽ diễn ra tiếp theo sau đó vài ngày, tùy theo mỗi thị trường chứng khoán quy định riêng số ngày này.

Thị trường tương lai: Là thị trường mua bán chứng khoán theo những hợp đồng mà giá cả được thỏa thuận ngay trong ngày giao dịch nhưng việc thanh toán và giao hoán sẽ diễn ra trong một kỳ hạn nhất định ở tương lai (có thể là 1 tháng, 6 tháng hay 1 năm,...).

- Căn cứ vào tính chất các chứng khoán được giao dịch: thị trường chứng khoán có thể được chia thành thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu và thị trường các chứng khoán phái sinh

Thị trường cổ phiếu: Là thị trường nơi các cổ phiếu (cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi) được phát hành và giao dịch. Thị

trường cổ phiếu gồm có thị trường cổ phiếu sơ cấp và thị trường cổ phiếu thứ cấp.

**Thị trường trái phiếu:** Là thị trường nơi các trái phiếu được phát hành và giao dịch. Thị trường trái phiếu cũng bao gồm thị trường trái phiếu sơ cấp và thị trường trái phiếu thứ cấp.

**Thị trường các chứng khoán phái sinh:** Là thị trường nơi các chứng khoán phái sinh được phát hành và giao dịch. Thị trường chứng khoán phái sinh bao gồm thị trường các hợp đồng tương lai, các hợp đồng lựa chọn,... Đây là loại thị trường cao cấp, mua bán chuyển giao những công cụ tài chính cao cấp, do đó thị trường này chỉ xuất hiện ở những nước có thị trường chứng khoán phát triển ở trình độ cao.

- **Căn cứ vào sự luân chuyển các nguồn vốn:** Thị trường chứng khoán được chia thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

**Thị trường sơ cấp:** Là thị trường mua bán chứng khoán mới được phát hành.

Sự hoạt động của thị trường sơ cấp tạo ra một “kênh” thu hút, huy động nguồn tiền nhàn rỗi của công chúng chuyển thành vốn đầu tư cho nền kinh tế. Thông qua thị trường sơ cấp, nhà phát hành thực hiện được việc bán các chứng khoán mới cho nhà đầu tư thu được tiền về, tăng thêm được một lượng vốn mới để đầu tư.

**Thị trường thứ cấp:** Là nơi giao dịch các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp.

Sự hoạt động của thị trường thứ cấp tạo ra khả năng chuyển đổi chứng khoán thành tiền mặt dễ dàng, thuận tiện. Trên thị trường này diễn ra việc mua bán chứng khoán giữa các nhà đầu tư, tiền thu được từ việc bán chứng khoán không thuộc về nhà

phát hành mà thuộc về nhà đầu tư bán chứng khoán, nhượng lại quyền sở hữu chứng khoán cho nhà đầu tư khác.

Giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp có mối quan hệ nội tại, trong đó thị trường sơ cấp là cơ sở, là tiền đề; thị trường thứ cấp là động lực. Nếu không có thị trường sơ cấp thì không có chứng khoán để lưu thông trên thị trường thứ cấp và ngược lại, nếu không có thị trường thứ cấp thì thị trường sơ cấp khó hoạt động trôi chảy. Các loại chứng khoán sẽ rất khó khăn trong phát hành, không ai dám mua cổ phiếu, trái phiếu vì vốn của họ bị bất động, chứng khoán không thể chuyển hóa thành tiền khi người đầu tư có nhu cầu.

Việc phân biệt thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp có tính chất tương đối, trong thực tế tổ chức thị trường chứng khoán, rất khó có sự phân định đâu là thị trường sơ cấp và đâu là thị trường thứ cấp, nghĩa là trong một thị trường chứng khoán vừa có giao dịch của thị trường sơ cấp vừa có giao dịch của thị trường thứ cấp – vừa diễn ra việc mua bán các chứng khoán mới phát hành, vừa diễn ra việc mua đi bán lại các chứng khoán đã phát hành. Mặc dù vậy, việc phân định hai cấp của thị trường chứng khoán có ý nghĩa hết sức quan trọng trong quá trình tiếp cận thị trường như tìm hiểu các quan hệ cung cầu, quan hệ cơ bản nhất có tác dụng định tính và định hướng quá trình hoạt động của thị trường chứng khoán để thấy được đặc thù của mỗi thị trường nhằm phát huy mặt tích cực và hạn chế mặt tiêu cực, đảm bảo cho sự vận hành của thị trường chứng khoán ổn định.

## 2.2. Mục tiêu quản lý và điều hành thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán luôn hướng tới những mục tiêu nhất định. Nhìn chung có ba mục tiêu cơ bản được đặt ra đối với

thị trường chứng khoán ở các nước, đó là: hoạt động có hiệu quả, điều hành công bằng và phát triển ổn định.

### **2.2.1. Hoạt động có hiệu quả**

Một thị trường chứng khoán có hiệu quả là một thị trường có tính hiệu quả về mặt thông tin và cơ chế giao dịch. Để đạt được điều này thị trường chứng khoán cần phải đảm bảo:

Giá cả được hình thành trên thị trường phải là giá cân bằng giữa cung và cầu và phải phản ánh được tức thời các thông tin có liên quan có thể ảnh hưởng tới giá cả. Điều quan trọng nhất là phải thiết lập được một cơ chế giao dịch nhạy bén có khả năng xác định giá cả thị trường của các chứng khoán một cách chính xác nhất.

Cơ chế và thủ tục giao dịch chứng khoán cần phải được tiêu chuẩn hóa để có thể thực hiện được một số lượng lớn các giao dịch một cách thông suốt. Thị trường chứng khoán phải đảm bảo tính thanh khoản cao giúp cho các nhà đầu tư có thể mua và bán chứng khoán bất kỳ lúc nào họ muốn.

Chi phí giao dịch trên thị trường phải được tối thiểu hóa, đảm bảo những lợi ích thu được từ đầu tư vào chứng khoán không bị chi phí giao dịch ăn mòn. Muốn vậy, hệ thống giao dịch chứng khoán phải được tổ chức sao cho tiết kiệm nhất về mặt chi phí.

Thị trường chứng khoán phải được tổ chức một cách thuận tiện cho những người sử dụng, có như vậy mới thu hút được nhiều người đầu tư tham gia vào thị trường.

### **2.2.2. Điều hành công bằng**

Điều hành công bằng thị trường chứng khoán là việc đảm bảo sự bình đẳng giữa những người tham gia vào thị trường. Muốn

thực hiện điều hành công bằng thị trường chứng khoán cần đảm bảo:

Các cơ quan điều hành thị trường chứng khoán phải xác lập các quy chế đảm bảo sự cạnh tranh tự do, bình đẳng trên thị trường. Các nhà đầu tư và các tổ chức có liên quan đến chứng khoán được tự do tham gia và rút khỏi thị trường. Mọi giao dịch không bình đẳng như giao dịch tay trong đều bị nghiêm cấm.

Bảo đảm quyền lợi của nhà đầu tư thông qua việc duy trì thị trường hoạt động lành mạnh, chống lại các trường hợp lũng đoạn thị trường, bóp méo giá gây thiệt hại cho nhà đầu tư.

### **2.2.3. Phát triển ổn định thị trường chứng khoán**

Để đảm bảo thị trường chứng khoán phát triển ổn định và lành mạnh cần chú trọng phát hiện và loại trừ các khả năng xảy ra khủng hoảng thị trường do mất khả năng thanh khoản hoặc do biến động của giá cả quá lớn.

Trên thị trường chứng khoán, do nhiều người mua không biết rõ về người bán và khả năng thanh toán của họ, nên có thể có lúc một vài chứng khoán mất khả năng thanh khoản sẽ làm cho nhiều nhà đầu tư rời bỏ thị trường, dẫn tới phản ứng dây chuyền và gây ra khủng hoảng của toàn bộ thị trường. Để giải quyết được vấn đề này cần có một cơ chế giao dịch đảm bảo thông suốt, thành lập các tổ chức tài trợ chứng khoán hỗ trợ thị trường nhằm ngăn ngừa khả năng mất khả năng thanh khoản đối với các chứng khoán của các công ty vẫn hoạt động tốt.

Các biến động lớn về giá cả chứng khoán xảy ra khi cung và cầu tạm thời không cân bằng. Sự biến động quá mức của giá cả chứng khoán gây ra nỗi lo sợ cho các nhà đầu tư và cản trở sự hoạt động của thị trường. Để khắc phục những trường hợp này, cần có

các công cụ nhằm thực hiện ổn định giá cả trên thị trường chứng khoán như thông qua hoạt động của các công ty hỗ trợ thị trường và việc đưa ra các giới hạn về thay đổi giá trong ngày tại sở giao dịch.

### **2.3. Các nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán**

Để đạt được những mục tiêu trên, thị trường chứng khoán phải hoạt động dựa trên những nguyên tắc nhất định. Nhìn chung có một số nguyên tắc hoạt động cơ bản của thị trường chứng khoán như sau:

#### **2.3.1. Nguyên tắc cạnh tranh tự do**

Thị trường chứng khoán phải hoạt động trên cơ sở cạnh tranh tự do. Các nhà phát hành, nhà đầu tư tự do tham gia và rút khỏi thị trường. Giá cả trên thị trường phản ánh mối quan hệ cung cầu về chứng khoán và thể hiện tương quan cạnh tranh giữa các công ty. Trên thị trường sơ cấp, các nhà phát hành cạnh tranh với nhau để bán chứng khoán của mình cho các nhà đầu tư, các nhà đầu tư được tự do lựa chọn chứng khoán mà họ muốn đầu tư vào. Trên thị trường thứ cấp, các nhà đầu tư cũng cạnh tranh tự do để tìm kiếm cho mình một mức lợi nhuận cao nhất.

#### **2.3.2. Nguyên tắc công khai**

Chứng khoán là hàng hóa trừu tượng – hàng hóa vốn, người đầu tư không thể kiểm tra trực tiếp được các chứng khoán như các hàng hóa thông thường mà phải dựa trên cơ sở các thông tin có liên quan. Vì vậy, để đảm bảo cho thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả và công bằng thì các tin tức có tác động đến sự thay đổi giá cả của chứng khoán cần phải công khai cung cấp cho các nhà đầu tư nhằm tạo cho họ có cơ hội đầu tư như nhau, đồng thời

là biện pháp quan trọng để ngăn chặn các hành vi gian lận trong kinh doanh chứng khoán, lũng đoạn thị trường. Các thông tin được công khai thông qua các phương tiện thông tin đại chúng, sở giao dịch, các công ty chứng khoán và các tổ chức có liên quan.

### **2.3.3. Nguyên tắc trung gian mua bán**

Trên thị trường chứng khoán, các giao dịch được thực hiện thông qua tổ chức trung gian để đảm bảo cho các loại chứng khoán được giao dịch là chứng khoán thực và hợp pháp, tránh sự giả mạo, lừa đảo trong giao dịch. Các công ty chứng khoán, bằng việc thực hiện các nghiệp vụ của mình đảm nhận vai trò trung gian cho cung và cầu chứng khoán gặp nhau. Trên thị trường sơ cấp, các nhà đầu tư thường không mua trực tiếp của nhà phát hành mà mua từ các nhà bảo lãnh phát hành. Trên thị trường thứ cấp, thông qua các nghiệp vụ môi giới, kinh doanh, các công ty chứng khoán mua bán chứng khoán giúp các nhà đầu tư hoặc kết nối các nhà đầu tư với nhau qua việc thực hiện các giao dịch mua bán chứng khoán trên tài khoản của mình.

### **2.3.4. Nguyên tắc đấu giá**

Mọi việc mua bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán đều hoạt động trên nguyên tắc đấu giá. Nguyên tắc đấu giá dựa trên mối quan hệ cung cầu trên thị trường quyết định.

Căn cứ vào các hình thức đấu giá, có các loại đấu giá sau:

+ Đấu giá trực tiếp: Là hình thức đấu giá trong đó các nhà môi giới chứng khoán trực tiếp gặp nhau thông qua người trung gian (chuyên gia chứng khoán) tại quầy giao dịch để thương lượng giá.

+ Đấu giá gián tiếp: Là hình thức đấu giá mà các nhà môi giới chứng khoán không trực tiếp gặp nhau, mà việc thương lượng

giá được thực hiện gián tiếp thông qua hệ thống điện thoại và mạng máy tính.

+ **Đấu giá tự động:** Là hình thức đấu giá qua hệ thống mạng máy tính nối giữa máy chủ của Sở giao dịch với hệ thống máy của các công ty chứng khoán thành viên. Các lệnh mua bán được truyền đến máy chủ, máy chủ tự động khớp các lệnh mua bán có giá phù hợp và thông báo kết quả cho những công ty chứng khoán có các lệnh đặt hàng được thực hiện.

Căn cứ vào phương thức đấu giá, có hình thức đấu giá định kỳ và đấu giá liên tục.

+ **Đấu giá định kỳ:** Là việc tập hợp và khớp các lệnh giao dịch trong một khoảng thời gian nhất định, tìm ra một giá để tại đó khối lượng giao dịch được thực hiện nhiều nhất. Giá đó gọi là giá thực hiện hay giá yết. Đấu giá định kỳ là phương thức xác định giá cân bằng giữa cung và cầu.

+ **Đấu giá liên tục:** là việc mua bán chứng khoán được tiến hành liên tục bằng cách khớp các lệnh giao dịch ngay khi có các lệnh giao dịch có thể phối hợp được với nhau. Đặc điểm của đấu giá liên tục là giá cả được xác định qua sự phản ứng tức thời của thông tin và các nhà đầu tư có thể nhanh chóng phản ứng lại trước những thay đổi trên thị trường.

### III. CÁC CHỦ THỂ THAM GIA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

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

#### 3.1. Nhà phát hành

Nhà phát hành là các tổ chức cần vốn và thực hiện huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán. Nhà phát hành là

người cung cấp các chứng khoán - hàng hóa của thị trường chứng khoán. Thông thường nhà phát hành bao gồm:

- Chính phủ và chính quyền địa phương là nhà phát hành các trái phiếu chính phủ và trái phiếu địa phương.
- Doanh nghiệp là nhà phát hành các cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp
- Các tổ chức tài chính: Là nhà phát hành các công cụ tài chính như các trái phiếu, chứng chỉ thu hưởng,... phục vụ cho hoạt động của họ.

### 3.2. Nhà đầu tư

Nhà đầu tư là những người thực sự mua bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán nhằm mục đích thu lời. Nhà đầu tư có thể được chia thành hai loại: Nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư chuyên nghiệp.

#### 3.2.1. Nhà đầu tư cá nhân

Nhà đầu tư cá nhân là những người tham gia mua bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán với mục đích tìm kiếm lợi nhuận.

Các nhà đầu tư cá nhân là những người có vốn nhàn rỗi tạm thời, tham gia mua bán chứng khoán trên thị trường chứng khoán để kiếm lời. Khi nền kinh tế chưa phát triển thì các nhà đầu tư cá nhân thường đưa vốn của mình đầu cơ bất động sản hoặc cất trữ những tài sản an toàn, ít mất giá. Khi nền kinh tế phát triển và đạt được tốc độ tăng trưởng tốt thì các nhà đầu tư cá nhân lại thường chọn thị trường chứng khoán để đầu tư, vì thị trường chứng khoán phản ánh sự tăng trưởng kinh tế, do đó nhà đầu tư cá nhân có thể thu được các khoản lợi từ sự tăng trưởng kinh tế qua việc đầu tư vào thị trường chứng khoán.

Các nhà đầu tư cá nhân khi đầu tư vào thị trường chứng khoán đều có mục đích tìm kiếm lợi nhuận. Tuy nhiên, trong đầu tư luôn gắn với rủi ro, lợi nhuận càng cao thì rủi ro càng lớn và ngược lại. Chính vì vậy, các nhà đầu tư cá nhân luôn phải lựa chọn hình thức đầu tư phù hợp với khả năng của mình. Nhìn chung có hai bộ phận các nhà đầu tư cá nhân có thái độ khác nhau đối với rủi ro:

### *3.2.1.1. Nhà đầu tư chấp nhận rủi ro*

Các nhà đầu tư cá nhân chấp nhận rủi ro luôn nhằm mục đích tối đa hóa lợi nhuận thu được, họ luôn tập trung đầu tư vào các đợt phát hành nhất định.

Các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro thường đầu tư vào các chứng khoán có mức độ rủi ro cao nhưng có khả năng thu lợi nhuận lớn. Họ thường là những nhà đầu tư ngắn hạn, không đầu tư lâu dài vào bất cứ một loại chứng khoán nào.

### *3.2.1.2. Nhà đầu tư không thích rủi ro*

Các nhà đầu tư không thích rủi ro rất bảo thủ trong các phương thức đầu tư. Họ tìm mọi cách để giảm rủi ro và tìm kiếm lợi nhuận từ những chứng khoán có rủi ro thấp. Các nhà đầu tư không thích rủi ro thường đầu tư dài hạn vào số chứng khoán nhất định, họ thường là những nhà đầu tư nhỏ.

### *3.2.2. Nhà đầu tư có tổ chức*

Nhà đầu tư có tổ chức hay còn gọi là nhà đầu tư chuyên nghiệp là các tổ chức đầu tư thường xuyên mua bán chứng khoán với số lượng lớn trên thị trường. Các tổ chức này thường có các bộ phận chức năng bao gồm nhiều chuyên gia có kinh nghiệm để nghiên cứu thị trường và đưa ra các quyết định đầu tư. Nhìn

chung có một số nhà đầu tư chuyên nghiệp chính trên thị trường chứng khoán như sau:

### 3.2.2.1. Các công ty đầu tư

Để làm cầu nối giữa bên cần vốn và bên có vốn nhàn rỗi, nhiều loại hình tài chính trung gian đã ra đời. Một trong những định chế tài chính trung gian có ảnh hưởng nhiều tới các hoạt động đầu tư trong nền kinh tế, đó là loại hình công ty đầu tư hay còn gọi là quỹ đầu tư. Công ty đầu tư là một mô hình định chế tài chính trung gian tập trung những nguồn vốn nhỏ bé, lẻ tẻ của nhiều người lại để đầu tư vào thị trường chứng khoán. Nguồn hình thành vốn của công ty đầu tư rất phong phú, đa dạng như từ các tập đoàn tư bản, các doanh nghiệp, dân chúng,... có vốn nhàn rỗi dù nhiều hay ít đều có thể trở thành các chủ sở hữu công ty đầu tư bằng việc mua các cổ phiếu hoặc chứng chỉ thu hưởng do công ty đầu tư phát hành. Việc đầu tư vào các công ty đầu tư giống như là việc mua một dịch vụ quản lý, các nhà đầu tư bỏ tiền mua các cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ của công ty đầu tư và có các chuyên gia nhận điều hành số vốn đó. Các chuyên gia quản lý công ty đầu tư phải nghiên cứu thị trường và ra các quyết định đầu tư. Do vậy, các công ty đầu tư vừa là tổ chức phát hành chứng khoán vừa là tổ chức đầu tư chứng khoán.

### 3.2.2.2. Các công ty bảo hiểm

Ngày nay, các công ty bảo hiểm là hình thức điển hình của dạng công ty tài chính ở hầu khắp các nước công nghiệp trên thế giới. Hoạt động bảo hiểm rất rộng, nó đi vào từng lĩnh vực của cuộc sống kinh tế - xã hội. Ở các nước phát triển, hầu như mọi tài sản và hoạt động đều được bảo hiểm.

Các công ty bảo hiểm đóng vai trò cung ứng tài chính rất quan trọng cho thị trường chứng khoán. Ngoài mục đích nhân đạo

(huy động sự đóng góp của nhiều người để bồi thường cho mỗi người), các tổ chức bảo hiểm còn đảm nhiệm chức năng môi giới tài chính quan trọng. Với nguồn vốn huy động dồi dào từ sự đóng góp tự nguyện của các thành chủ, các doanh nghiệp đã nhanh chóng dùng vốn ấy đem đầu tư để tạo ra lãi. Do tập trung được một nguồn vốn lớn từ tất cả các pháp nhân và thể nhân trong xã hội, ngoài nghĩa vụ để lại một số vốn cần thiết để chi trả bảo hiểm thường xuyên, các công ty bảo hiểm tích cực tham gia vào các hoạt động mua bán tín phiếu, cổ phiếu, trái phiếu, gửi ngân hàng và cho vay. Nhưng để đảm bảo khả năng sinh lời và tính ổn định trong quản lý bảo hiểm, tỷ trọng các khoản đầu tư trong các công ty bảo hiểm được quy định rất chặt chẽ.

### *3.2.2.3. Các quỹ ưu trí và các quỹ bảo hiểm xã hội khác*

Quỹ ưu trí và các quỹ bảo hiểm xã hội khác thu phí đóng góp định kỳ của các tác nhân để sau này trả cho họ lương ưu hay các khoản trợ cấp khác. Nguyên tắc hoạt động của các quỹ này là huy động từng phần trong thời gian lao động và có thu nhập để trả từng phần khi về hưu hoặc mất sức lao động. Do vậy, về phương diện cung cấp vốn tài chính, các quỹ này đóng vai trò rất quan trọng vì trong quá trình huy động vốn thì số tiền đóng góp vượt quá số tiền phải trả lương ưu trí, các quỹ này sẽ còn một khoản vốn dự trữ có thể được các nhà quản lý quỹ đầu tư vào chứng khoán mà cụ thể là các trái phiếu có độ an toàn cao.

### *3.2.2.4. Các công ty tài chính*

Các công ty, các tập đoàn kinh doanh, khi đã đủ lớn mạnh thường thành lập cho chính mình một công ty tài chính. Các công ty tài chính này ngoài nhiệm vụ huy động tài chính cho công ty mẹ, còn có thể sử dụng nguồn vốn của mình để đầu tư vào chứng khoán nhằm mục đích thu lợi.

Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán và các ngân hàng thương mại cũng có thể trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp khi họ mua bán chứng khoán cho chính mình.

### 3.3 Các tổ chức kinh doanh trên thị trường chứng khoán

#### 3.3.1. Công ty chứng khoán

Công ty chứng khoán là một loại hình định chế trung gian đặc biệt trên thị trường chứng khoán, thực hiện các hoạt động kinh doanh chứng khoán như ngành nghề kinh doanh chính.

##### 3.3.1.1. Vai trò của công ty chứng khoán

Khi doanh nghiệp muốn huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán, doanh nghiệp không thể tự đi bán số lượng chứng khoán mà doanh nghiệp phát hành. Doanh nghiệp không thể làm tốt được việc đó bởi doanh nghiệp không có bộ máy chuyên môn. Doanh nghiệp cần có những người chuyên nghiệp phát hành chứng khoán cho họ. Tương tự như vậy, các nhà đầu tư không thể tự đến sở giao dịch chứng khoán để mua bán vì họ không có chuyên môn, không thông hiểu các quy tắc nghề nghiệp và với số quá đông các nhà đầu tư, việc mua bán sẽ trở nên lộn xộn. Các công ty chứng khoán với nghiệp vụ chuyên môn, kinh nghiệm nghề nghiệp và bộ máy tổ chức thích hợp, họ sẽ là người trung gian môi giới mua bán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư và thực hiện một số dịch vụ khác cho cả người đầu tư và người phát hành. Nhờ các công ty chứng khoán mà các cổ phiếu, trái phiếu... lưu thông buôn bán tấp nập trên thị trường, qua đó một lượng vốn rất lớn được đưa vào đầu tư từ những nguồn vốn phân tán nhỏ lẻ trong công chúng tập hợp lại. Vai trò này của công ty chứng khoán được thể hiện thông qua một số nội dung như huy

động vốn, hình thành giá cả chứng khoán, thực thi tính hoán tê, tư vấn đầu tư và tạo ra sản phẩm mới.

- **Vai trò huy động vốn**

Công ty chứng khoán là một trong những trung gian tài chính có chức năng huy động vốn. Hay nói cách khác công ty chứng khoán có vai trò làm chiếc cầu nối và là kênh dẫn cho vốn chảy từ một hay một số bộ phận nào đó của nền kinh tế có dư thừa vốn (vốn nhàn rỗi) đến các bộ phận khác của nền kinh tế đang thiếu vốn (cần huy động vốn). Các công ty chứng khoán thường đảm nhận vai trò này qua các hoạt động bảo lãnh phát hành và môi giới chứng khoán.

- **Vai trò hình thành giá cả chứng khoán**

Trên thị trường sơ cấp, khi thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán cho các tổ chức phát hành, công ty chứng khoán thực hiện vai trò hình thành giá cả chứng khoán thông qua việc xác định và tư vấn cho tổ chức phát hành mức giá phát hành hợp lý đối với các chứng khoán trong đợt phát hành. Thông thường, mức giá phát hành thường do các công ty chứng khoán xác định trên cơ sở tiếp xúc, tìm hiểu và thỏa thuận với các nhà đầu tư tiềm năng lớn trong đợt phát hành đó và tư vấn cho tổ chức phát hành.

Trên thị trường thứ cấp, dù là thị trường đấu lệnh hay thị trường đấu giá, công ty chứng khoán luôn có vai trò giúp các nhà đầu tư đánh giá đúng thực tế và chính xác về giá trị các khoản đầu tư của mình.

Công ty chứng khoán còn có chức năng quan trọng là can thiệp trên thị trường, góp phần điều tiết giá cả chứng khoán. Theo quy định của các nước, công ty chứng khoán bắt buộc phải dành ra

một tỷ lệ nhất định giao dịch của mình để mua chứng khoán vào khi giá chứng khoán trên thị trường đang giảm và bán ra khi giá chứng khoán cao.

**- Vai trò thực thi tính hoán tệ của chứng khoán**

Các nhà đầu tư luôn muốn có được khả năng chuyển tiền mặt thành chứng khoán và ngược lại trong một môi trường đầu tư ổn định. Các công ty chứng khoán đảm nhận được chức năng chuyển đổi này, giúp cho nhà đầu tư ít phải chịu thiệt hại nhất khi tiến hành đầu tư. Trong hầu hết các nghiệp vụ đầu tư ở sở giao dịch chứng khoán và thị trường phi tập trung, một nhà đầu tư có thể hàng ngày chuyển đổi tiền mặt thành chứng khoán và ngược lại mà không phải chịu thiệt hại đáng kể đối với giá trị khoản đầu tư của mình (ít nhất thì cũng không chịu thiệt hại do cơ chế giao dịch chứng khoán gây nên). Nói cách khác, có thể có một số nhân tố bên ngoài ảnh hưởng đến giá trị đầu tư, chẳng hạn như tin đồn về một vấn đề nào đó trong nền kinh tế, nhưng giá trị khoản đầu tư nói chung không giảm đi do cơ chế giao dịch của thị trường.

**- Thực hiện tư vấn đầu tư**

Các công ty chứng khoán không chỉ thực hiện mệnh lệnh của khách hàng mà còn tham gia vào nhiều dịch vụ tư vấn khác nhau thông qua việc nghiên cứu thị trường rồi cung cấp các thông tin đó cho các công ty và các cá nhân đầu tư. Dịch vụ tư vấn có thể gồm:

+ Thu thập thông tin phục vụ cho mục đích của khách hàng;

+ Cung cấp thông tin về các khả năng đầu tư khác nhau cũng như triển vọng ngắn và dài hạn của các khoản đầu tư đó trong tương lai;

+ Cung cấp thông tin về chính sách tài chính tiền tệ của Chính phủ có liên quan đến các khoản đầu tư mà khách hàng đang cân nhắc.

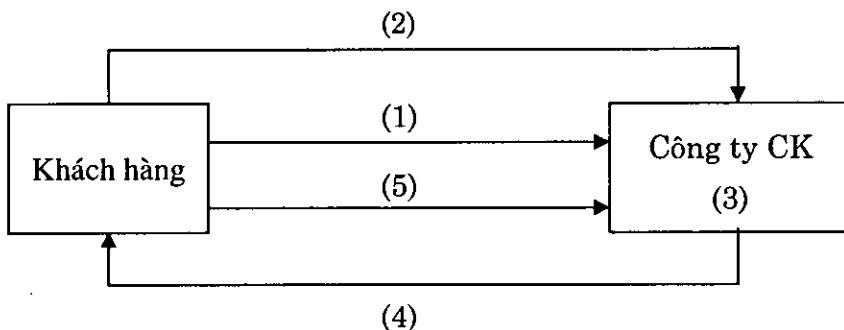
### *3.3.1.2. Các nghiệp vụ kinh doanh của công ty chứng khoán*

Hoạt động nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán của công ty chứng khoán có thể là công ty chuyên dịch vụ như công ty chỉ chuyên môi giới, công ty chỉ thực hiện hoạt động tư vấn... hay là công ty đa dịch vụ thực hiện nhiều loại hình hoạt động kinh doanh chứng khoán tùy thuộc vào mô hình công ty chứng khoán mà các nước lựa chọn. Thông thường các công ty chứng khoán thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh chủ yếu sau:

#### *- Nghiệp vụ môi giới chứng khoán*

Môi giới chứng khoán là hoạt động trung gian, trong đó công ty chứng khoán tiến hành giao dịch chứng khoán nhân danh mình đại diện cho khách hàng. Nghiệp vụ môi giới là nghiệp vụ chủ yếu của công ty chứng khoán, nghiệp vụ này bao gồm thực hiện lệnh giao dịch mua bán chứng khoán cho khách hàng, thanh toán và quyết toán các giao dịch. Để thực hiện nghiệp vụ môi giới đòi hỏi công ty chứng khoán phải có tín nhiệm, phải được khách hàng tin cậy, phải có năng lực kinh nghiệm nghề nghiệp, phải có khả năng phân tích tài chính các doanh nghiệp để tư vấn cho các khách hàng của mình. Thực hiện nghiệp vụ này, công ty chứng khoán thu phí môi giới từ khách hàng. Phí môi giới thường được tính theo tỷ lệ phần trăm của tổng giá trị giao dịch.

Quá trình giao dịch hoàn thành một thương vụ cho khách hàng thường trải qua các bước chủ yếu thể hiện ở sơ đồ sau:



*Bước 1: Mở tài khoản (1)*

*Bước 2: Nhận lệnh (2)*

*Bước 3: Chuyển lệnh tới thị trường phù hợp để thực hiện lệnh (3)*

*Bước 4: Xác nhận kết quả thực hiện lệnh cho khách hàng (4)*

*Bước 5: Thanh toán và giao hàng (5)*

Các công ty chứng khoán thực hiện giao dịch mua bán với cương vị là người môi giới nên phải tuân thủ lệnh của khách hàng, hiện nay khách hàng có thể sử dụng ba loại lệnh cơ bản: lệnh thị trường - lệnh giới hạn - lệnh dừng để mua hoặc bán chứng khoán.

- Nghiệp vụ bảo lãnh phát hành

Bảo lãnh phát hành là việc tổ chức bảo lãnh 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. Quá trình bao gồm việc tư vấn tài chính, định giá chứng khoán, chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành, phân phối và điều hòa giá chứng khoán. Tùy theo từng nước, các công ty có chức năng thực hiện bảo lãnh phát hành thường là các công ty chứng khoán, các ngân hàng đầu tư, các

ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính. Các công ty này có thể tham gia vào đợt bảo lãnh với tư cách là thành viên tổ hợp nhà bảo lãnh phát hành chính hay đại lý phát hành.

- **Nghiệp vụ tự doanh**

Nghiệp vụ tự doanh là một nghiệp vụ kinh doanh trong đó công ty chứng khoán mua bán chứng khoán cho chính mình, rủi ro từ hoạt động này do chính công ty chịu. Thực hiện nghiệp vụ tự doanh có lãi hay lỗ tùy thuộc vào chênh lệch giữa giá mua và bán chứng khoán và sự biến động chung của giá chứng khoán do công ty chứng khoán nắm giữ.

Hoạt động buôn bán chứng khoán của công ty chứng khoán có thể là giao dịch gián tiếp và giao dịch trực tiếp:

- Giao dịch gián tiếp: Tức là công ty chứng khoán đặt các lệnh mua và bán của mình trên sở giao dịch, lệnh của họ có thể thực hiện với bất cứ khách hàng nào không 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 khách hàng thông qua thương lượng. Đối tượng giao dịch thường là các loại trái phiếu, các cổ phiếu đăng ký giao dịch ở thị trường phi tập trung.

Luật pháp các nước đều quy định các công ty chứng khoán phải dành một tỷ lệ phần trăm nhất định giao dịch của mình cho hoạt động bình ổn thị trường. Các công ty có nghĩa vụ mua vào khi giá chứng khoán giảm để kìm hãm giá và bán ra khi giá chứng khoán lên nhằm giữ giá chứng khoán.

Quá trình hoạt động tự doanh có thể được chia thành một số giai đoạn sau đây:

- *Giai đoạn 1: Xây dựng chiến lược đầu tư*

- *Giai đoạn 2:* Khai thác, tìm kiếm các cơ hội đầu tư
- *Giai đoạn 3:* Phân tích, đánh giá chất lượng cơ hội đầu tư
- *Giai đoạn 4:* Thực hiện đầu tư
- *Giai đoạn 5:* Quản lý đầu tư và thu hồi vốn.
- Tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán

Tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán là dịch vụ mà công ty chứng khoán cung cấp cho khách hàng trong lĩnh vực đầu tư chứng khoán, tái cơ cấu tài chính, chia, tách, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp và hỗ trợ doanh nghiệp phát hành và niêm yết chứng khoán... Dịch vụ tư vấn đầu tư và tư vấn tài chính có thể do bất kỳ công ty chứng khoán hay cá nhân nào tham gia thông qua:

- Khuyến cáo
- Lập báo cáo
- Tư vấn trực tiếp
- Thông qua ấn phẩm về chứng khoán để thu phí.



Hoạt động tư vấn đầu tư là việc cung cấp các thông tin, cách thức, đối tượng chứng khoán, thời hạn, khu vực... và các vấn đề có tính quy luật của hoạt động đầu tư chứng khoán. Nghiệp vụ này đòi hỏi nhiều kiến thức và kỹ năng chuyên môn mà không yêu cầu nhiều vốn. Tính trung thực của công ty tư vấn có tầm quan trọng đặc biệt. Ngoài dịch vụ tư vấn đầu tư, các công ty chứng khoán có thể sử dụng kỹ năng để tư vấn cho các công ty về việc sáp nhập, thâu tóm, tái cơ cấu vốn của công ty để đạt hiệu quả hoạt động cao.

Ngoài các hoạt động nghiệp vụ trên, công ty chứng khoán còn có thể thực hiện một số hoạt động khác như cho vay chứng khoán, kinh doanh bảo hiểm, quản lý vốn, v.v.

Không phải công ty chứng khoán nào cũng được thực hiện tất cả các nghiệp vụ trên. Để có thể được thực hiện mỗi nghiệp vụ, các công ty chứng khoán phải đảm bảo được một số vốn nhất định và phải được phép của cơ quan có thẩm quyền.

### *3.3.1.3. Cơ cấu tổ chức của công ty chứng khoán*

Cơ cấu tổ chức của công ty chứng khoán phụ thuộc vào loại hình nghiệp vụ kinh doanh 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.

Cơ quan điều hành cao nhất của công ty chứng khoán là Hội đồng quản trị. Hội đồng quản trị bổ nhiệm Ban giám đốc và Giám đốc điều hành công ty. Giúp việc cho Hội đồng quản trị có Ban kiểm soát với nhiệm vụ theo và kiểm soát tất cả các giao dịch chứng khoán.

Theo thông lệ quốc tế, cơ cấu tổ chức của một công ty chứng khoán gồm các phòng chủ yếu sau:

- Phòng giao dịch: Thực hiện các giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán và thị trường OTC. Chức năng chính của phòng này là nhận và thực hiện giao dịch tại Sở đối với các lệnh giao dịch. Thông thường phòng giao dịch bao gồm ba bộ phận sau:

- + Bộ phận môi giới cho khách hàng
  - + Bộ phận tự doanh
  - + Bộ phận nghiên cứu và phân tích chứng khoán
- Phòng kế toán tài chính: Gồm hai bộ phận chính là bộ phận tài chính và bộ phận kế toán
- Phòng Marketing

- Phòng quản trị hành chính
- Phòng lưu ký, đăng ký, lưu trữ
- Phòng quản lý tài sản

### **3.3.2. Các ngân hàng thương mại**

Hoạt động của các ngân hàng thương mại trong lĩnh vực kinh doanh chứng khoán là tùy theo điều kiện và luật pháp của mỗi nước quy định. Trên thế giới có hai kiểu mẫu về vấn đề này.

Kiểu mẫu thứ nhất là “Ngân hàng đa năng” như ở Hà Lan, Đức, Thụy Sĩ. Theo kiểu mẫu này, không có sự tách biệt giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán. Trong một hệ thống ngân hàng vạn năng, các ngân hàng thương mại hoạt động cung cấp một loạt đầy đủ các dịch vụ ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm.

Kiểu mẫu thứ hai là có sự tách biệt pháp lý giữa ngành công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán mà điển hình là ở Mỹ và Nhật Bản. Tuy nhiên trong những năm gần đây, xu hướng ở các nước này là nới lỏng hàng rào tách biệt bằng cách cho phép các ngân hàng thương mại được phép hoạt động kinh doanh chứng khoán thông qua việc thành lập các công ty con là công ty chứng khoán chuyên hoạt động trong lĩnh vực này với tài sản và hạch toán riêng và ngược lại các công ty chứng khoán cũng được hoạt động kinh doanh ngân hàng theo cách trên. Đây là xu hướng khá phổ biến hiện nay ở nhiều nước đang phát triển. Ở Việt nam, theo quy định của pháp luật thì các tổ chức tín dụng, công ty bảo hiểm hoặc các tổng công ty muốn tham gia kinh doanh chứng khoán phải thành lập công ty chứng khoán độc lập.

### **3.4. Các tổ chức có liên quan đến thị trường chứng khoán**

#### **3.4.1. Cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán**

Sự quản lý của Nhà nước đối với thị trường chứng khoán là nhân tố rất quan trọng để đảm bảo cho thị trường chứng khoán hoạt động trật tự, công bằng, đúng pháp luật. Tuy nhiên, mô hình về cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán ở các nước đều có những điểm khác nhau. Cơ quan này có thể có những tên gọi khác nhau, tùy thuộc từng nước nhưng nhìn nhận khái quát có thể thấy, có hai loại mô hình về cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán: một số nước giao trách nhiệm chủ yếu quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán cho một Bộ của Chính phủ như ở Nhật Bản, Hàn Quốc,... trách nhiệm này được giao cho Bộ Tài chính; một số nước thành lập cơ quan độc lập trực thuộc Chính phủ như ở Mỹ có Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán. Có thể thấy một số điểm chủ yếu về mô hình cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán ở một số nước như sau:

- **Ở Mỹ**, Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán (Securities and Exchange Commission- SEC) là một cơ quan của Liên bang có tư cách pháp lý thực hiện việc kiểm soát 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 SEC.

- **Ở Nhật Bản**, các chức năng chủ yếu về quản lý thị trường chứng khoán do Bộ Tài chính đảm nhiệm. Ngoài ra, năm 1992, Ủy ban giám sát chứng khoán và giao dịch chứng khoán (ESC-

Exchange Surveillance Commission) được thành lập với chức năng hạn chế chủ yếu là giám sát và thanh tra các hoạt động của thị trường và các công ty chứng khoán.

- **Ở Hàn Quốc**, Bộ Tài chính là cơ quan thiết lập các chính sách và giám sát toàn bộ hoạt động của thị trường chứng khoán. Ở nước này cũng có Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán (SEC) và giám sát chứng khoán (SSB- Securities Supervise Board) được đặt dưới sự chỉ đạo của Bộ Tài chính.

- **Ở Trung Quốc**, ban đầu Ngân hàng nhân dân Trung Quốc thực hiện chức năng quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán. Cùng phối hợp thực hiện chức năng quản lý nhà nước với Ngân hàng còn có cơ quan Hội đồng nhà nước trong lĩnh vực cổ phần hóa các doanh nghiệp. Do không nằm trong cùng 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 thị trường chứng khoán vào một cơ quan duy nhất, đó là cơ quan Giám quản chứng khoán của Quốc vụ viện Trung Quốc.

- **Ở Việt Nam**, Chính phủ thống nhất quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Bộ Tài chính chịu trách nhiệm trước Chính phủ thực hiện quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Ủy ban chứng khoán nhà nước là cơ quan thuộc Bộ Tài chính trực tiếp quản lý và điều hành thị trường chứng khoán.

Hiện nay, thị trường chứng khoán ngày càng phát triển mạnh mẽ. Vì vậy, để đảm bảo cho thị trường chứng khoán cũng như thị trường tài chính nói chung phát triển ổn định và an toàn, vì vậy ngoài các cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường như

đã nêu trên, một số nước còn thành lập Ủy ban giám sát tài chính thuộc Chính phủ để giám sát các hoạt động ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán như ở Anh, Nhật v.v.

### **3.4.2. Sở giao dịch chứng khoán**

Sở giao dịch chứng khoán là một pháp nhân được thành lập theo quy định của pháp luật thực hiện việc tổ chức giao dịch chứng khoán cho chứng khoán của tổ chức phát hành đủ điều kiện niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán. Sở giao dịch thực hiện vận hành thị trường thông qua bộ máy tổ chức bao gồm nhiều bộ phận khác nhau phục vụ các hoạt động trên sở giao dịch. Ngoài ra, Sở giao dịch cũng ban hành những quy định điều chỉnh các hoạt động giao dịch chứng khoán trên sở phù hợp với các quy định của luật pháp và của Ủy ban chứng khoán.

### **3.4.3. Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán**

Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán là tổ chức 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 công ty thành viên nói riêng và cho toàn ngành chứng khoán nói chung.

Có nhiều loại hình hiệp hội chứng khoán, đó là: Hiệp hội tự quản và hiệp hội thương mại. Xu hướng chung ở nhiều nước là phát triển loại hình hiệp hội tự quản.

Mục tiêu của hiệp hội là ban hành, quản lý và củng cố các quy tắc, thực hiện đúng đắn các giao dịch trên thị trường. Hiệp hội có quyền khiển trách, tước bỏ, phạt tiền hoặc đình chỉ hoạt động của các thành viên – các công ty chứng khoán nếu sự vi phạm của thành viên đó là nghiêm trọng.

Để đạt được các mục tiêu trên, Hiệp hội tiến hành những hoạt động chủ yếu sau:

- Giám sát: Các công ty thành viên phải giám sát toàn diện nhân sự của họ. Để việc giám sát phù hợp với hoạt động và nhân sự của mình, công ty thành viên phải tuân thủ các yêu cầu sau:

+ Quản lý và bảo tồn các báo cáo cho việc thực hiện các thủ tục giám sát.

+ Xem xét về chứng khoán (dưới dạng giấy tờ) tất cả các giao dịch và tất cả các thủ tục của người đại diện đăng ký có liên quan đến việc giao dịch chứng khoán.

+ Chấp thuận các tài khoản của khách hàng và kiểm tra chúng theo định kỳ để phát hiện và ngăn chặn sự lạm dụng

+ Tìm hiểu các đặc điểm tốt trong kinh doanh, phẩm chất và kinh nghiệm của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào được chứng nhận đăng ký vào thị trường để theo dõi lợi thế của họ một cách liên tục.

- Phối hợp với Chính phủ: Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán đưa ra những ý kiến và đề xuất với Chính phủ về các vấn đề trên thị trường chứng khoán như bổ xung và hoàn thiện luật pháp có liên quan đến giao dịch chứng khoán,...

- Điều hành thị trường phi tập trung: Các chứng khoán muốn được giao dịch tại thị trường phi tập trung phải đăng ký với Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán. Trên thị trường này, mỗi nhà giao dịch môi giới chuyên mua bán một loại chứng khoán nhất định. Những nhà giao dịch môi giới này được gọi là những người môi giới lập giá. Để "lập giá", nhà môi giới đưa ra giá đặt mua cao nhất và giá chào bán thấp nhất và gọi là giá yết của giao dịch. Giá được thể hiện tại màn hình yết giá tự động của Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán. Hiệp hội này cung cấp những

thông tin cần thiết về đầu tư trên thị trường và tạo mọi điều kiện cho các giao dịch được thực hiện.

#### **3.4.4. Tổ chức lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán**

Là tổ chức nhận lưu giữ, bảo quản các chứng khoán của khách hàng và tiến hành các nghiệp vụ thanh toán bù trừ cho các giao dịch chứng khoán.

#### **3.4.5. Công ty dịch vụ máy tính chứng khoán**

Là tổ chức phụ trợ, phục vụ cho các giao dịch chứng khoán. Công ty này cung cấp hệ thống máy tính với các chương trình để thông qua đó có thể thực hiện được các lệnh giao dịch một cách chính xác, nhanh chóng. Thông thường, công ty dịch vụ máy tính chứng khoán ra đời khi thị trường chứng khoán đã phát triển đến một trình độ nhất định, bắt đầu đi vào tự động hóa các giao dịch.

#### **3.4.6. Các tổ chức tài trợ chứng khoán**

Là 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 cho vay tiền để mua chứng khoán, cho vay chứng khoán để bán trong các giao dịch bảo chứng,... Các tổ chức tài trợ chứng khoán ở các nước khác nhau có đặc điểm khác nhau, một số nước không có loại hình này.

#### **3.4.7. 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 theo kỳ hạn và những điều khoản đã cam kết của công ty phát hành đối với một đợt phát hành cụ thể dưới dạng hệ số tín nhiệm. Các nhà đầu tư có thể dựa vào các hệ số tín nhiệm do các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm cung cấp để cân nhắc đưa ra quyết định đầu tư của mình.

## IV. CƠ CHẾ ĐIỀU HÀNH VÀ GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### 4.1. Sự cần thiết phải điều hành và giám sát thị trường chứng khoán

Điều hành thị trường là các hoạt động tổ chức quản lý được tiến hành nhằm duy trì sự vận hành bình thường của thị trường. Các hoạt động này thường được tiến hành bởi các chủ thể có quyền lực nhất định.

Giám sát thị trường là việc theo dõi, kiểm tra các hoạt động giao dịch chứng khoán diễn ra trên thị trường nhằm phát hiện và xử lý kịp thời các vi phạm, đảm bảo tính công bằng và hiệu quả của thị trường.

Thị trường chứng khoán luôn tồn tại tính hai mặt của nó, đó là mặt tích cực và mặt tiêu cực. Những mặt tiêu cực của nó có thể gây ra tác động xấu đến thị trường và các hoạt động kinh tế – xã hội. Vì vậy, cần phải có một cơ chế điều hành và giám sát chặt chẽ mọi mặt hoạt động của thị trường chứng khoán. Điều đó là xuất phát từ những lý do chủ yếu sau:

- Thị trường chứng khoán muốn hoạt động được tốt thì phải có cơ chế điều hành và giám sát thị trường nhất định. Thị trường là nơi tập trung của nhiều đối tượng với các mục đích khác nhau. Để có thể dung hoà lợi ích của tất cả những người tham gia thị trường, đảm bảo cho thị trường không hoạt động hỗn loạn thì nhất thiết phải có những quy định về thị trường có tính chất bắt buộc mọi người cùng tuân theo. Mỗi thị trường có cơ chế điều hành và giám sát thị trường riêng phù hợp với các tính chất và đặc điểm của mình.

- Thị trường chứng khoán là thị trường vốn dài hạn, tập trung các nguồn vốn cho đầu tư và phát triển kinh tế, do đó thị

trường chứng khoán có tác động rất lớn đến môi trường đầu tư nói riêng và nền kinh tế nói chung. Xuất phát từ vai trò quan trọng như vậy của thị trường chứng khoán, việc điều hành và giám sát thị trường chứng khoán là vô cùng cần thiết, có điều hành và giám sát chặt chẽ được thị trường chứng khoán thì mới đảm bảo được tính hiệu quả, công bằng, lành mạnh trong hoạt động của thị trường chứng khoán, tận dụng được các nguồn vốn để phát triển kinh tế.

- Thị trường chứng khoán là một thị trường cao cấp, không giống các thị trường hàng hoá thông thường, thị trường chứng khoán thực hiện giao dịch các sản phẩm tài chính với giá trị rất lớn. Thị trường này hoạt động rất phức tạp nên khả năng sử dụng các kỹ thuật tiên tiến để gian lận trên thị trường chứng khoán là tương đối lớn. Vì vậy, cần phải có những cơ chế điều hành và giám sát chặt chẽ đối với thị trường chứng khoán để hạn chế và loại bỏ các trường hợp gian lận gây tác động xấu đến thị trường.

- Thị trường chứng khoán là thị trường thu hút một bộ phận rất lớn các nhà đầu tư. Những người đầu tư vào chứng khoán mong muốn thu được những khoản lợi nhất định thông qua việc nắm giữ các chứng khoán, có quyền lợi gắn chặt với các hoạt động của thị trường chứng khoán. Để bảo vệ quyền lợi chính đáng của các nhà đầu tư, thị trường chứng khoán cần được điều hành và giám sát một cách chặt chẽ, đảm bảo các giao dịch diễn ra một cách công bằng, chống lại các trường hợp gian lận gây thiệt hại cho các nhà đầu tư.

#### **4.2. Cơ chế điều hành và giám sát thị trường chứng khoán**

Ở mỗi nước, việc điều hành và giám sát thị trường chứng khoán được tổ chức theo nhiều cấp độ khác nhau. Nhìn chung các

tổ chức tham gia quản lý và giám sát thị trường chứng khoán gồm hai nhóm: Các cơ quan quản lý của Chính phủ và các tổ chức tự quản.

#### ***4.2.1. Các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán của Chính phủ***

Đây là các cơ quan thực hiện chức năng quản lý Nhà nước đối với hoạt động của thị trường chứng khoán. Nhìn chung các cơ quan quản lý thị trường của Chính phủ chỉ thực hiện các chức năng quản lý chung, không trực tiếp điều hành và giám sát thị trường. Các cơ quan này có thẩm quyền ban hành các quy định điều chỉnh các hoạt động trên thị trường chứng khoán tạo nên cơ sở cho các tổ chức tự quản trực tiếp thực hiện các chức năng điều chỉnh và giám sát thị trường của mình. Nói chung các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán của Chính phủ gồm có Bộ Tài chính và một số bộ, ngành có liên quan.

Bộ Tài chính là cơ quan quản lý chuyên ngành của Nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán. Ủy ban chứng khoán là cơ quan thuộc Bộ Tài chính có các chức năng chủ yếu sau:

- + Thực hiện các quy định, quy chế về quản lý ngành chứng khoán của Chính phủ, phối hợp với các tổ chức liên quan để điều hành và giám sát có hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán;

- + Kiểm soát và giám sát các hoạt động trên thị trường như đăng ký, lưu ký chứng khoán, giám sát các công ty niêm yết và phát hiện, xử lý các trường hợp gian lận trong hoạt động kinh doanh chứng khoán;

- + Quản lý trực tiếp các tổ chức tự quản, giám sát hoạt động của các tổ chức này, xử lý các vi phạm nếu các tổ chức tự quản không tự xử lý được;

+ Thanh tra đối với các cá nhân hay tổ chức để bảo vệ lợi ích chung của công chúng trong trường hợp có sự vi phạm pháp luật.

Bên cạnh Bộ Tài chính, một số Bộ, ngành cũng có chức năng tham gia quản lý một số lĩnh vực có liên quan tới thị trường chứng khoán. Các Bộ, cơ quan ngang bộ trong phạm vi nhiệm vụ, quyền hạn của mình có trách nhiệm phối hợp với Bộ Tài chính thực hiện quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

#### **4.2.2. Các tổ chức tự quản**

Xét về mặt lịch sử, việc điều hành và giám sát thị trường chứng khoán được thực hiện bởi các tổ chức tự quản trước, rồi sau đó mới có sự can thiệp của Chính phủ. Các tổ chức tự quản là các tổ chức hình thành cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, thực hiện chức năng điều hành và giám sát thị trường chứng khoán nhằm bảo vệ lợi ích chung của toàn thị trường. Các tổ chức tự quản thực hiện quản lý và giám sát thị trường trên cơ sở tuân thủ các quy định của các tổ chức quản lý và giám sát thị trường của Chính phủ.

500đồng.com

Một tổ chức tự quản hoạt động dựa trên 2 nguyên tắc sau:

+ Các quyết định điều hành đưa ra phải đúng đắn, phù hợp hoàn cảnh thực tế, hoạt động giám sát thị trường phải có hiệu quả;

+ Chi phí để thực hiện việc điều hành, giám sát thị trường phải tự bù đắp bằng các khoản thu được từ các hoạt động trên thị trường chứ không phải do ngân sách cấp.

Hoạt động điều hành và giám sát thị trường chứng khoán của các tổ chức tự quản bao gồm 3 bộ phận: quản lý và giám sát các hoạt động giao dịch (bao gồm cả việc phát hành), quản lý và giám sát công ty chứng khoán, giải quyết các tranh chấp và tiến hành xử lý các trường hợp vi phạm. Nhìn chung, các tổ chức tự quản gồm có: Sở giao dịch và hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán.

Sở giao dịch là tổ chức tự quản bao gồm các công ty chứng khoán thành viên trực tiếp điều hành và giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán thực hiện trên Sở. Sở giao dịch thực hiện một số chức năng sau:

+ Điều hành các hoạt động giao dịch diễn ra trên Sở thông qua việc đưa ra và đảm bảo thực hiện các quy định cho các hoạt động giao dịch trên thị trường Sở giao dịch;

+ Giám sát, theo dõi các giao dịch giữa các công ty thành viên và các khách hàng của họ. Khi phát hiện các vi phạm Sở giao dịch tiến hành xử lý, áp dụng các biện pháp cưỡng chế thích hợp. Trong trường hợp có vi phạm nghiêm trọng đến các quy định của ngành chứng khoán, Sở giao dịch có thể báo cáo lên Ủy ban chứng khoán để giải quyết;

+ Hoạt động điều hành và giám sát của Sở giao dịch phải được thực hiện trên cơ sở phù hợp với các quy định pháp luật có liên quan đến ngành chứng khoán.

Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán thực hiện các chức năng điều hành và giám sát thị trường chứng khoán như sau:

+ Điều hành và giám sát thị trường giao dịch phi tập trung. Các công ty muốn tham gia thị trường này phải đăng ký với hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán và phải thực hiện các quy định do hiệp hội đưa ra;

+ Đưa ra các quy định chung cho các công ty chứng khoán thành viên trong các lĩnh vực kinh doanh chứng khoán và đảm bảo thực hiện các quy định này;

+ Thu nhận các khiếu nại của khách hàng và điều tra các công ty chứng khoán thành viên để tìm ra các vi phạm, sau đó chuyển các kết quả điều tra tới công ty chứng khoán đó để giải quyết;

+ Đại diện cho ngành chứng khoán, hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán đưa ra các đề xuất và gợi ý với những cơ quan quản lý thị trường chứng khoán của Chính phủ về các vấn đề tổng quát trên thị trường chứng khoán.

Các tổ chức của Chính phủ và các tổ chức tự quản là hai hình thức điều hành và giám sát thị trường chứng khoán. Ở các nước khác nhau, sự áp dụng các hình thức cũng khác nhau. Tuy nhiên, để đảm bảo cho thị trường chứng khoán được điều hành và giám sát có hiệu quả cần phải có sự kết hợp hai hình thức này trên cơ sở phù hợp với điều kiện của từng nước.

## V. XU HƯỚNG PHÁT TRIỂN CỦA CÁC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TRÊN THẾ GIỚI VÀ NHỮNG ĐIỀU KIỆN CƠ BẢN ĐỂ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

### 5.1. Xu hướng phát triển của các thị trường chứng khoán.

Mặc dù thị trường chứng khoán ở mỗi nước có những đặc điểm riêng, phản ánh các điều kiện cụ thể của nước đó, song vẫn có những xu hướng phát triển chung cho tất cả các thị trường chứng khoán trên thế giới. Có thể thấy một xu hướng chính như sau:

#### 5.1.1. Xu hướng quốc tế hóa thị trường chứng khoán

Hiện nay, xu hướng quốc tế hóa thị trường chứng khoán đang trở nên phổ biến trên khắp thế giới. Thị trường chứng khoán là công cụ quan trọng để huy động các nguồn vốn dài hạn cho phát triển kinh tế, bởi vậy nhiều nước phát triển đã mở cửa thị trường chứng khoán để thu hút các nguồn vốn đầy tiềm năng từ nước ngoài. Tại các nước phát triển, tỷ lệ hoàn vốn đầu tư không cao bằng ở các nước đang phát triển, bởi vậy nhiều nhà đầu tư ở các nước phát triển thích đầu tư vào các nước đang phát triển, và ngay

cả Chính phủ những nước đang phát triển cũng có nhiều chính sách khuyến khích đầu tư ra nước ngoài.

Khi đầu tư được đa dạng hoá, mang tính quốc tế thì các rủi ro đầu tư cũng được giảm xuống. Bởi vậy đầu tư thông qua các quỹ đầu tư quốc tế ngày càng trở nên được ưa chuộng trên thế giới.Thêm vào đó, sự phát triển của kỹ thuật thông tin liên lạc làm cho hoạt động của thị trường chứng khoán các nước có liên quan chặt chẽ với nhau hơn, hoạt động của thị trường này phản ánh các thông tin của thị trường khác, xu hướng quốc tế hoá thị trường chứng khoán trên thế giới ngày càng rõ nét.

### **5.1.2. Xu hướng gia tăng các nhà đầu tư chuyên nghiệp**

Khi thị trường chứng khoán phát triển đến một trình độ nhất định, các nhà đầu tư chuyên nghiệp đã ổn định được các hoạt động của mình và đạt được sự tăng vốn đáng kể. Xuất hiện sự cạnh tranh gay gắt giữa các nhà đầu tư chuyên nghiệp về tỷ lệ hoàn vốn làm tăng đáng kể tính hiệu quả trong hoạt động của các quỹ đầu tư. Trước tình hình như vậy, các nhà đầu tư đã thay đổi phương thức đầu tư của mình, họ không trực tiếp đầu tư vào các chứng khoán nữa mà đầu tư thông qua các quỹ đầu tư. Bằng cách này, các nhà đầu tư tư nhân có thể giảm tỷ lệ rủi ro và tăng tỷ lệ hoàn vốn, bởi vì các nhà đầu tư chuyên nghiệp có thông tin, và có chuyên môn và nhiều lợi thế mà các nhà đầu tư tư nhân khó có thể đạt được.

### **5.1.3. Xu hướng chứng khoán hoá các nguồn vốn trên thị trường chứng khoán**

Ngày nay, trong tình hình thị trường chứng khoán phát triển mạnh mẽ, nhiều công ty muốn huy động vốn dài hạn đã không ngần ngại sử dụng các biện pháp tài chính trực tiếp thay cho các biện pháp tài chính gián tiếp trước đây. Số lượng các công

ty phát hành không ngừng tăng lên vì hiện nay huy động vốn trên thị trường chứng khoán khá đơn giản về thủ tục, tiện lợi và có chi phí thấp. Chính vì vậy, xu hướng chứng khoán hóa các nguồn vốn (huy động qua chứng khoán) hiện nay đang được phát triển mạnh ở nhiều nước trên thế giới.

#### **5.1.4. Xu hướng phát triển mạnh mẽ thị trường chứng khoán phái sinh**

Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán và sự hiện đại hóa hệ thống thông tin liên lạc, ngày nay các sản phẩm chứng khoán phái sinh ngày càng trở nên phổ biến. Các sản phẩm chứng khoán phái sinh được hiểu là các thỏa thuận có tính pháp lý, xác định việc mua hoặc bán các hàng hóa hay công cụ tài chính vào một thời điểm nào đó trong tương lai tại một giá nhất định được thỏa thuận ở hiện tại. Các sản phẩm chứng khoán phái sinh ngày càng được ưu chuộng vì nó cung cấp các công cụ làm hạn chế đáng kể các rủi ro về thay đổi giá. Hơn nữa, thị trường các sản phẩm phái sinh rất đa dạng, có thể thực hiện cho tất cả các loại hàng hóa bao gồm cả các chứng khoán, lại có thể thực hiện nhanh gọn với các số lượng lớn. Xuất phát từ các lý do như vậy thị trường các sản phẩm phái sinh phát triển nhanh chóng và trở thành một bộ phận quan trọng của thị trường chứng khoán.

### **5.2. Những điều kiện cơ bản để phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam**

Việc quyết định thiết lập thị trường chứng khoán vào tháng 7 năm 2000 thể hiện sự quyết tâm của Đảng và Chính phủ trong việc tạo thêm một kênh mới nhằm huy động vốn phục vụ cho công cuộc xây dựng và phát triển đất nước. Tuy nhiên, để phát triển có hiệu quả thị trường chứng khoán ở Việt Nam cần phải đáp ứng được một số điều kiện nhất định như sau:

### **5.2.1. Đảm bảo tính vững mạnh, ổn định của nền kinh tế vĩ mô**

Sự ổn định và tăng trưởng bền vững của nền kinh tế vĩ mô có mối quan hệ mật thiết với thị trường chứng khoán. Chỉ khi kinh tế phát triển, lạm phát được kiềm chế, giá trị đồng nội tệ và mức lãi suất ổn định thì công chúng mới yên tâm, tin tưởng tham gia đầu tư vào chứng khoán và cũng chỉ trong các điều kiện nêu trên thì thị trường chứng khoán mới mang lại thu nhập cao cho các nhà đầu tư. Trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô biểu hiện những dấu hiệu sa sút thì các doanh nghiệp sẽ thu hẹp phạm vi hoạt động, giảm nhu cầu vốn, các nhà đầu tư sẽ từ chối tham gia vào thị trường chứng khoán vì họ không tin tưởng vào khả năng thanh toán và sinh lời trên thị trường này và như vậy thị trường chứng khoán không thể hoạt động được hoặc sẽ hoạt động không có hiệu quả.

### **5.2.2. Tạo ra hàng hoá đáp ứng được các yêu cầu về số lượng và chất lượng để giao dịch trên thị trường chứng khoán**

Hàng hoá của thị trường chứng khoán chính là các chứng khoán. Hiện nay, ở thị trường chứng khoán Việt Nam đã có một số các chứng khoán tồn tại dưới hình thức trái phiếu Chính phủ, trái phiếu ngân hàng thương mại, trái phiếu quỹ hỗ trợ đầu tư phát triển, cổ phiếu của các công ty cổ phần, trái phiếu doanh nghiệp nhà nước và cổ phiếu của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá,... nhưng số lượng và chủng loại còn ít, giá trị hàng hoá còn thấp, chưa đủ để đáp ứng cho thị trường. Vì vậy trong thời gian tới, chúng ta phải tăng cung hàng hoá cho thị trường về số lượng, chất lượng và chủng loại thông qua các giải pháp cơ bản như: Đầu mạnh phát hành trái phiếu Chính phủ, đa dạng hoá các kỳ hạn

trái phiếu Chính phủ để tạo đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường vốn; gắn tiến trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước với việc phát hành cổ phiếu ra công chúng và niêm yết trên thị trường chứng khoán; Lựa chọn các doanh nghiệp lớn, các ngân hàng thương mại cổ phần có đủ điều kiện để phát hành thêm cổ phiếu và tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung; Mở rộng việc chuyển các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thành công ty cổ phần và khuyến khích các doanh nghiệp này tham gia niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán tập trung; Khuyến khích và tạo điều kiện để đưa các loại trái phiếu công trình, trái phiếu đô thị tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung;

Phát triển các loại các chứng khoán khác như: quyền mua cổ phiếu, trái phiếu công ty, trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp, chứng chỉ quỹ đầu tư để đưa vào niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán; khuyến khích thành lập các công ty cổ phần và khuyến khích các công ty này phát hành chứng khoán rộng rãi ra công chúng... Ngoài ra, chúng ta cũng cần thực hiện mở rộng tuyên truyền giáo dục và hướng dẫn công chúng trong việc tiết kiệm để đầu tư chứng khoán, đồng thời thúc đẩy mạnh mẽ công cuộc cải cách kinh tế – xã hội một cách có hiệu quả để công chúng thực sự tin tưởng vào hoạt động của thị trường chứng khoán.

### **5.2.3. Đảm bảo được lực lượng con người cần thiết, có chuyên môn về chứng khoán để tham gia vào thị trường**

Bất cứ hoạt động nào trên thị trường chứng khoán cũng do con người thực hiện. Do vậy, để xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán có hiệu quả, chúng ta phải có đội ngũ cán bộ giỏi về chứng khoán, am hiểu thị trường để làm công tác quản lý thị

trường, kinh doanh chứng khoán, tổ chức thị trường, quản lý tài chính công ty..., đồng thời phải thu hút được một bộ phận đông đảo các nhà đầu tư có hiểu biết về chứng khoán, sẵn sàng chấp nhận rủi ro để tham gia vào thị trường.

#### **5.2.4. Hoàn chỉnh các cơ sở pháp lý đầy đủ và đồng bộ phục vụ cho sự hoạt động của thị trường chứng khoán**

Để đưa thị trường chứng khoán vào hoạt động ổn định, cần ban hành đồng bộ hệ thống văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động thị trường theo hướng bao quát, toàn diện và phù hợp với thực tiễn thị trường làm cơ sở cho hoạt động của thị trường chứng khoán. Trong điều kiện nước ta hiện nay, để có thể rút kinh nghiệm, đảm bảo tính linh hoạt cho các quy định pháp luật trong tình hình thị trường mới thành lập còn nhiều yếu tố chưa ổn định, cần đẩy nhanh việc triển khai thực thi Luật chứng khoán thông qua việc ban hành và triển khai các văn bản hướng dẫn thi hành.

Ngoài ra chúng ta cũng cần bổ sung, hoàn thiện các bộ luật có liên quan để tạo nên một hệ thống pháp luật đồng bộ làm cơ sở cho việc điều chỉnh các hoạt động của thị trường chứng khoán.

#### **5.2.5. Đảm bảo các cơ sở vật chất kỹ thuật cho hoạt động của thị trường chứng khoán**

Không giống như các thị trường hàng hoá thông thường, thị trường chứng khoán muốn hoạt động phải có những cơ sở vật chất kỹ thuật nhất định bao gồm: Hệ thống thiết bị kỹ thuật in chứng khoán, hệ thống giao dịch và giám sát thị trường, hệ thống yết giá, hệ thống lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán... Như vậy, để phát triển thị trường chứng khoán, chúng ta phải tăng cường đầu tư để hiện đại hoá cơ sở vật chất, kỹ thuật phục vụ hoạt động trên thị trường, đảm bảo cho các hoạt động giao dịch và kiểm soát chứng khoán được tiến hành nhanh chóng, an toàn và có hiệu quả.

## **Chương 2**

# **CHỨNG KHOÁN**

### **I. KHÁI NIỆM VÀ ĐẶC TRƯNG CỦA CHỨNG KHOÁN**

#### **1.1. Khái niệm về chứng khoán**

Sự phát triển mạnh mẽ của nền kinh tế làm nảy sinh nhu cầu về vốn ngày càng lớn, nhất là nhu cầu vốn dài hạn. Để đáp ứng nhu cầu vốn các doanh nghiệp và nhà nước đã phát hành loại chứng chỉ xác nhận nợ để vay vốn công chúng, loại chứng chỉ này được gọi là trái phiếu. Mặt khác, với sự ra đời của Công ty cổ phần đã nảy sinh một phương tiện huy động vốn góp vào Công ty là cổ phiếu. Đây là chứng chỉ xác nhận phần sở hữu Công ty tương ứng với phần vốn góp vào Công ty. Người nắm giữ cổ phiếu có quyền chủ sở hữu một phần Công ty, nghĩa là Công ty sẽ chia cả lợi nhuận lẫn rủi ro của mình cho người đó và đương nhiên như thế cổ phiếu chỉ có giá trị, khi Công ty đó còn giá trị, giá trị Công ty tăng lên thì giá cổ phiếu tăng và ngược lại.

Trái phiếu và cổ phiếu đều là bằng chứng xác nhận người ta đã bỏ tiền ra đầu tư dưới hình thức cho vay trực tiếp hay góp vốn vào Công ty cổ phần và cũng là bằng chứng đưa lại cho người ta những quyền nhất định, trong đó quyền cơ bản là được hưởng những khoản thu nhập. Do vậy, trái phiếu và cổ phiếu đều được gọi là chứng khoán. Ngày nay, ngoài cổ phiếu và trái phiếu là hai loại chứng khoán chủ yếu, cùng với sự phát triển của nền kinh tế thị trường đã nảy sinh nhiều loại chứng khoán mới rất đa dạng. Mặt khác, với sự phát triển của khoa học và công nghệ thay vì việc phát hành các loại chứng chỉ huy động vốn dưới dạng giấy tờ người

ta còn có thể bút toán ghi sổ hay ghi lại trên hệ thống thiết bị điện tử đây được gọi là sự phi vật chất hóa chứng khoán.

Từ những vấn đề trên có thể rút ra: Chứng khoán là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với tài sản hoặc phần vốn của tổ chức phát hành. Chứng khoán được thể hiện dưới hình thức chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử. Chứng khoán bao gồm các loại: cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, chứng khoán phái sinh.

Xem xét chứng khoán có thể thấy rằng chứng khoán đại biểu cho một số tiền nhất định mà người đầu tư đã ứng ra và điều cơ bản là nó đưa lại cho người sở hữu chứng khoán quyền được hưởng những khoản thu nhập nhất định trong tương lai. Vì thế, chứng khoán có thể được mua bán và được lưu thông với tư cách là hàng hoá.

## 1.2. Đặc trưng của chứng khoán

Sự phát triển thị trường chứng khoán làm nảy sinh nhiều loại chứng khoán và rất đa dạng. Tuy nhiên, các loại chứng khoán đều có những đặc trưng sau:

### 1.2.1. *Chứng khoán luôn gắn với khả năng thu lợi*

Khi mua chứng khoán người đầu tư đã bỏ ra một khoản vốn của mình vào đầu tư. Vì vậy, họ chỉ đầu tư khi có thể thu được những khoản lợi tức nhất định. Mỗi loại chứng khoán đưa lại một khả năng thu lợi khác nhau: các trái phiếu thường có mức lợi tức cố định và tương đối chắc chắn trong khi đó các cổ phiếu có độ an toàn thấp hơn, nhưng mang lại khả năng được hưởng cổ tức cao và đặc biệt là khả năng thu lãi lớn hơn khi cổ phiếu tăng giá.

### 1.2.2. Chứng khoán luôn gắn với rủi ro

Đầu tư luôn gắn với rủi ro và đầu tư vào chứng khoán cũng có những rủi ro nhất định. Rủi ro trong đầu tư chứng khoán là sự dao động của lợi nhuận. Sự dao động của lợi nhuận càng cao thì mức độ rủi ro càng lớn và ngược lại. Có nhiều loại rủi ro, có những rủi ro chung cho tất cả chứng khoán và cũng có những rủi ro riêng gắn liền với từng loại chứng khoán nhất định. Các chứng khoán khác nhau có mức độ rủi ro khác nhau.

### 1.2.3. Chứng khoán có khả năng thanh khoản

Sau khi phát hành, chứng khoán có thể được mua đi bán lại nhiều lần trên thị trường chứng khoán. Các nhà đầu tư nắm giữ chứng khoán có thể chuyển các chứng khoán của họ thành tiền bất cứ lúc nào họ muốn. Mặc dù mỗi loại chứng khoán có khả năng thanh khoản khác nhau, nhưng nhìn chung tất cả các chứng khoán đều có khả năng thanh khoản nhất định. Tuy nhiên, trong những thời điểm nhất định cũng có thể có những chứng khoán mất khả năng thanh khoản, nhưng những chứng khoán này sẽ nhanh chóng bị loại bỏ khỏi thị trường.

Xem xét các đặc trưng của chứng khoán có thể thấy rằng: cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán ngày càng có nhiều loại chứng khoán khác nhau, song mỗi loại chứng khoán có đặc trưng khác nhau về khả năng đưa lại mức lợi tức, mức độ rủi ro và mức độ thanh khoản. Đối với người phát hành, điều quan trọng là cần phải lựa chọn phát hành loại chứng khoán thích hợp để thu hút được người đầu tư đảm bảo cho việc phát hành thành công thực hiện được mục tiêu huy động vốn. Đối với người đầu tư cần nắm được đặc trưng của từng loại chứng khoán để cân nhắc lựa chọn đi đến quyết định đầu tư đúng vào loại chứng khoán

thích ứng, đáp ứng các yêu cầu mong muốn đề ra về thu nhập và mức độ mạo hiểm

## II. PHÂN LOẠI CHỨNG KHOÁN

Có nhiều cách phân loại chứng khoán dựa trên những tiêu chí khác nhau. Sau đây là một số cách phân loại chứng khoán thường được sử dụng:

### 2.1. Căn cứ vào chủ thể phát hành

Căn cứ vào chủ thể phát hành có thể phân loại chứng khoán thành ba nhóm lớn:

- Chứng khoán chính phủ và chính quyền địa phương: là các chứng khoán do chính phủ và chính quyền địa phương phát hành. Các chứng khoán này thường là các trái phiếu được chính phủ hoặc chính quyền địa phương đảm bảo thanh toán tiền gốc và tiền lãi.

- Chứng khoán doanh nghiệp: là các chứng khoán do doanh nghiệp phát hành bao gồm cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp.

- Chứng khoán của ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính tín dụng: là các chứng khoán do các ngân hàng và các tổ chức tài chính tín dụng phát hành nhằm phục vụ các hoạt động nghiệp vụ của mình. Các chứng khoán này thường là trái phiếu, cổ phiếu hay một số hình thức khác như chứng chỉ thu hưởng,...

### 2.2. Căn cứ vào tính chất huy động vốn

Căn cứ vào tính chất huy động vốn, có thể phân loại chứng khoán thành chứng khoán vốn, chứng khoán nợ và các chứng khoán phái sinh.

- Chứng khoán vốn (cổ phiếu): là chứng khoán xác nhận quyền sở hữu một phần Công ty cổ phần. Chứng khoán vốn do các

Công ty cổ phần phát hành. Người sở hữu chứng khoán vốn không phải là chủ nợ của Công ty mà là người sở hữu Công ty và có quyền được hưởng các quyền lợi trong Công ty.

- Chứng khoán nợ (trái phiếu): là chứng khoán xác nhận một khoản nợ của người phát hành đối với người nắm giữ chứng khoán. Chứng khoán nợ thể hiện sự cam kết của người phát hành thanh toán những khoản tiền lãi và khoản tiền gốc vào những thời điểm nhất định.

- Các chứng khoán phái sinh: là các chứng khoán thể hiện quyền được mua hoặc bán cổ phiếu, trái phiếu theo các điều kiện nhất định đã được thỏa thuận trước. Các chứng khoán phái sinh gồm có một số loại chủ yếu sau:

+ Quyền mua cổ phần (Rights): Là loại chứng khoán do công ty cổ phần phát hành kèm theo đợt phát hành cổ phiếu bổ sung, nhằm đảm bảo cho cổ đông hiện hữu quyền mua cổ phiếu mới theo những điều kiện được xác định.

+ Chứng quyền (Warrants): Là loại chứng khoán được phát hành cùng với việc phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi, cho phép người sở hữu loại chứng khoán đó được quyền mua một khối lượng cổ phiếu thường nhất định theo mức giá đã xác định trước trong thời kỳ nhất định.

+ Hợp đồng tương lai: Là cam kết mua hoặc bán các loại chứng khoán, nhóm chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán nhất định với một số lượng và mức giá nhất định vào ngày xác định trước trong tương lai.

+ Quyền lựa chọn (hay quyền chọn): Là quyền được ghi trong hợp đồng cho phép người mua lựa chọn quyền mua hoặc quyền bán một số lượng chứng khoán được xác định trước trong khoảng thời gian nhất định với một mức giá đã được xác định trước.

### 2.3. Căn cứ vào lợi tức của chứng khoán

Căn cứ vào lợi tức của chứng khoán, có thể phân loại chứng khoán thành chứng khoán có thu nhập cố định và chứng khoán có thu nhập biến đổi.

- Chứng khoán có thu nhập cố định: Là các chứng khoán có thu nhập được xác định trước không phụ thuộc vào bất kỳ một yếu tố nào khác. Các chứng khoán có thu nhập cố định như các trái phiếu có lãi suất cố định, các cổ phiếu ưu đãi không tham dự,...

- Chứng khoán có thu nhập biến đổi: Là các chứng khoán có thu nhập thay đổi phụ thuộc vào các yếu tố nhất định. Các chứng khoán có thu nhập biến đổi thường thấy ở cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi tham dự, các loại chứng chỉ quỹ đầu tư,...

### 2.4. Căn cứ theo hình thức chứng khoán

Dựa theo hình thức chứng khoán, có thể chia chứng khoán thành hai nhóm: chứng khoán ghi danh và chứng khoán không ghi danh.

- Chứng khoán ghi danh: Là chứng khoán trên đó có ghi tên người sở hữu.

Thông thường các chứng khoán ghi danh bị hạn chế khả năng chuyển nhượng, thể hiện sự ràng buộc chặt chẽ giữa người sở hữu chứng khoán và người phát hành. Chứng khoán ghi danh có thể là cổ phiếu hoặc trái phiếu. Cổ phiếu ghi danh thường là cổ phiếu của các sáng lập viên hoặc của các thành viên trong hội đồng quản trị.

- Chứng khoán không ghi danh: Là các chứng khoán không ghi tên người sở hữu, các chứng khoán này được tự do chuyển nhượng.

## 2.5. Căn cứ theo thị trường nơi chứng khoán được giao dịch

Căn cứ theo thị trường nơi chứng khoán được giao dịch, có thể chia chứng khoán thành chứng khoán được niêm yết và chứng khoán không được niêm yết:

- Chứng khoán được niêm yết: Là các chứng khoán được chấp nhận đủ tiêu chuẩn và được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán.

- Chứng khoán không được niêm yết: Là các chứng khoán không được niêm yết tại Sở giao dịch và được giao dịch trên thị trường phi tập trung.

## III. MỘT SỐ LOẠI CHỨNG KHOÁN CƠ BẢN

Để có thị trường, điều trước tiên là phải có hàng hóa và sự buôn bán hàng hóa. Tuy nhiên, mỗi loại thị trường có những loại hàng hóa giao dịch riêng. Ở thị trường chứng khoán, hàng hóa của thị trường là các loại chứng khoán. Nhìn chung, người ta phân chia chứng khoán thành bốn nhóm chính là cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư và chứng khoán phái sinh.

### 3.1. Cổ phiếu

#### 3.1.1. Các dạng cổ phiếu

Lịch sử ra đời cổ phiếu gắn liền với lịch sử hình thành công ty cổ phần. Hay nói cách khác, cổ phiếu chính là sản phẩm riêng có của công ty cổ phần. Khi một công ty được thành lập, vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần. Người mua cổ phần gọi là cổ đông. Cổ đông được cấp một giấy xác nhận sở hữu cổ phần gọi là cổ phiếu. Cổ phiếu là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với công ty cổ phần. Quyền sở hữu

của cổ đông trong công ty tương ứng với số lượng cổ phần mà cổ đông nắm giữ. Vì vậy, cổ phiếu còn được gọi là chứng khoán vốn.

Thông thường ở các nước khi xem xét cổ phiếu của một công ty cổ phần, người ta có sự phân biệt cổ phiếu được phép phát hành, cổ phiếu đã phát hành, cổ phiếu quỹ, cổ phiếu đang lưu hành.

- Cổ phiếu được phép phát hành: khi một công ty cổ phần được thành lập thì được phép phát hành cổ phiếu để huy động vốn. Nhưng luật pháp của các nước quy định công ty phải đăng ký tổng số cổ phiếu của công ty và phải ghi trong điều lệ công ty và được gọi là cổ phiếu được phép phát hành hay cổ phiếu đăng ký. Như vậy, cổ phiếu được phép phát hành là số lượng cổ phiếu tối đa của một công ty có thể phát hành từ lúc bắt đầu thành lập cũng như trong suốt quá trình hoạt động. Trường hợp cần có sự thay đổi số lượng cổ phiếu được phép phát hành thì phải được đa số cổ đông bỏ phiếu tán thành và phải sửa đổi điều lệ công ty.

- Cổ phiếu phát hành: là số cổ phiếu của công ty đã phát hành ra người đầu tư, nó nhỏ hơn hoặc tối đa là bằng với số cổ phiếu được phép phát hành.

- Cổ phiếu quỹ: là loại cổ phiếu của công ty đã phát hành ra nhưng với những lý do nhất định công ty bỏ tiền ra mua lại một số cổ phiếu của chính công ty mình. Số cổ phiếu này có thể được công ty lưu giữ một thời gian sau đó lại được bán ra, nhưng cũng có nước, luật pháp quy định số cổ phiếu mà công ty đã mua lại không được bán ra mà phải huỷ bỏ. Việc công ty mua lại cổ phiếu của chính công ty mình phải tuân thủ theo những điều quy định của pháp luật. Cổ phiếu quỹ không phải là cổ phiếu đang lưu hành, không có vốn đằng sau nó, do đó không được tham gia vào việc chia lợi tức cổ phần và không có quyền tham gia bỏ phiếu.

- Cổ phiếu đang lưu hành: là cổ phiếu đã phát hành và đang được các cổ đông nắm giữ. Số cổ phiếu đang lưu hành được xác định như sau:

$$\text{Số cổ phiếu} \quad = \quad \frac{\text{Số cổ phiếu}}{\text{đã phát hành}} - \text{Số cổ phiếu} \quad - \quad \text{quỹ}$$

Trong trường hợp công ty có cả hai loại cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi, người ta sẽ xác định cụ thể cho từng loại một. Số cổ phiếu thường đang lưu hành là căn cứ quan trọng để phân chia lợi tức cổ phần trong công ty.

Dựa vào hình thức cổ phiếu, người ta có thể phân biệt cổ phiếu ghi danh và cổ phiếu vô danh.

Cổ phiếu ghi danh là cổ phiếu có ghi tên người sở hữu trên tờ cổ phiếu. Cổ phiếu ghi danh có nhược điểm là việc chuyển nhượng rất phức tạp, khi muốn chuyển nhượng cho người khác thông thường phải đăng ký tại cơ quan phát hành và phải được Hội đồng quản trị của công ty cho phép.

Cổ phiếu vô danh là cổ phiếu không ghi tên người sở hữu. Cổ phiếu vô danh được tự do mua bán chuyển nhượng mà không cần phải có thủ tục pháp lý.

Dựa vào quyền lợi mà cổ phiếu đưa lại cho người nắm giữ, có thể phân biệt cổ phiếu thường (cổ phiếu phổ thông) và cổ phiếu ưu đãi. Đây là cách phân loại phổ biến nhất. Khi nói đến cổ phiếu của một công ty, người ta thường nói đến cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.

### 3.1.2. Cổ phiếu thường (cổ phiếu phổ thông)

#### 3.1.2.1. Cổ phiếu thường và quyền lợi của cổ đông

Cổ phiếu thường hay còn gọi là cổ phiếu phổ thông là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu của cổ đông đối với công ty và xác nhận

cho phép cổ đông được hưởng các quyền lợi thông thường trong công ty.

Người nắm giữ cổ phiếu thường là cổ đông thường và là đồng chủ sở hữu của công ty cổ phần. Cổ phiếu thường có những đặc điểm chủ yếu sau:

- Cổ tức của cổ phiếu thường không cố định, phụ thuộc vào mức lợi nhuận sau thuế thu được hàng năm của công ty và chính sách chia lợi tức cổ phần của công ty. Khi công ty thành đạt trong hoạt động kinh doanh, các cổ đông thường sẽ được chia cổ tức và cổ tức cao. Khi công ty thua lỗ trong hoạt động kinh doanh, các cổ đông thường sẽ không có cổ tức hoặc cổ tức thấp. Ngay trong trường hợp công ty hoạt động tốt, lợi nhuận sau thuế thu được cao, cổ tức mà cổ đông thường nhận được vẫn có thể không cao do chính sách chia lợi tức cổ phần của công ty dành tỷ lệ cho tích lũy cao.

- Cổ phiếu của công ty không có thời hạn hoàn trả vì đây không phải là khoản nợ đối với công ty.

Cổ đông thường trong công ty có các quyền chủ yếu sau:

Quyền tham dự và biểu quyết các vấn đề thuộc thẩm quyền của đại hội đồng cổ đông, quyền được thông tin và kiểm tra các sổ sách và hồ sơ của Công ty thông qua Ban kiểm soát do Đại hội cổ đông bầu ra. Quyền được tham gia quyết định tất cả các vấn đề quan trọng ảnh hưởng đến hoạt động của công ty như sáp nhập, thanh lý hay phát hành thêm cổ phiếu mới.

Quyền đối với tài sản của công ty: Quyền này được thể hiện trước hết là quyền được nhận phần lợi nhuận của công ty chia cho cổ đông dưới hình thức lợi tức cổ phần hay còn được gọi là cổ tức sau khi được Hội đồng quản trị công bố. Cổ đông thường còn có

quyền được chia phần giá trị tài sản còn lại khi thanh lý công ty sau khi công ty đã thanh toán các khoản nợ và thanh toán cho các cổ đông ưu đãi.

Quyền chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần: người góp vốn vào công ty không được quyền trực tiếp rút vốn ra khỏi công ty, nhưng được quyền chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần dưới hình thức bán lại cổ phiếu hoặc dưới hình thức quà tặng hay để lại cho người thừa kế. Điều này tạo ra tính thanh khoản cho cổ phiếu công ty, đồng thời cũng hấp dẫn người đầu tư.

Quyền được ưu tiên mua cổ phiếu mới: khi công ty phát hành cổ phiếu mới để tăng vốn, các cổ đông hiện đang nắm giữ cổ phiếu thường có quyền được mua trước cổ phiếu mới, trước khi đợt phát hành được chào bán ra công chúng, trong một thời gian nhất định. Lượng cổ phiếu mới được phép mua theo quyền này tương ứng với tỷ lệ cổ phiếu đang nắm giữ. Như vậy, quyền này cho phép cổ đông hiện hữu duy trì tỷ lệ sở hữu của mình trong công ty sau khi công ty đã tăng thêm vốn. Mỗi cổ phiếu đang nắm giữ mang lại cho cổ đông một quyền mua trước. Số lượng quyền cần có để mua một cổ phiếu mới, giá mua và thời hạn của quyền mua được quy định cụ thể trong từng đợt phát hành cổ phiếu mới. Cổ phiếu bán theo quyền thường có mức giá thấp hơn so với giá thị trường hiện hành. Nếu cổ đông không muốn thực hiện quyền của mình thì họ có thể bán quyền đó trên thị trường.

Ngoài những quyền chủ yếu nêu trên, cổ đông thường còn có những quyền khác như quyền được yêu cầu triệu tập đại hội cổ đông bất thường... Các quyền cụ thể của cổ đông thường được ghi trong điều lệ của Công ty. Cùng với việc được hưởng các quyền lợi, cổ đông thường cũng phải gánh chịu những rủi ro mà Công ty gặp phải, tương ứng với phần vốn góp và chỉ phải chịu trách nhiệm giới hạn trong phạm vi lượng vốn góp vào Công ty.

### 3.1.2.2. Các hình thức giá trị của cổ phiếu thường

- Mệnh giá của cổ phiếu thường.

Mệnh giá hay còn gọi là giá trị danh nghĩa là giá trị mà Công ty cổ phần ấn định cho một cổ phiếu và được ghi trên cổ phiếu.

Mệnh giá cổ phiếu thường được sử dụng để ghi sổ sách kế toán của Công ty. Mệnh giá cổ phiếu không có giá trị thực tế đối với người đầu tư khi đã đầu tư nên nó không liên quan đến giá thị trường của cổ phiếu đó, hay nói một cách khác là nó không tác động đến giá thị trường của cổ phiếu. Mệnh giá cổ phiếu thường chỉ có ý nghĩa quan trọng vào thời điểm Công ty phát hành cổ phiếu thường lần đầu tiên huy động vốn thành lập Công ty. Lúc đó, mệnh giá thể hiện số tiền tối thiểu Công ty phải nhận được trên mỗi cổ phiếu mà Công ty phát hành ra.

Luật pháp một số nước còn cho phép Công ty cổ phần có thể phát hành cổ phiếu thường không có mệnh giá. Ưu điểm của việc phát hành loại cổ phiếu thường này là có thể bán chúng với bất cứ giá nào mà họ tin là có thể bán trên thị trường. Tuy nhiên, luật pháp ở một số nước cũng cấm các Công ty cổ phần phát hành cổ phiếu thường không có mệnh giá như ở Anh, Hàn Quốc...

- Giá trị sổ sách:

Giá trị sổ sách của cổ phiếu thường là giá trị của cổ phiếu được xác định dựa trên cơ sở số liệu sổ sách kế toán của công ty (chủ yếu dựa vào bảng cân đối kế toán).

Trường hợp công ty chỉ phát hành cổ phiếu thường thì giá trị sổ sách của một cổ phiếu thường được xác định bằng cách lấy vốn chủ sở hữu hoặc tổng giá trị tài sản thuần (phần giá trị chênh lệch giữa giá trị tổng tài sản với tổng số nợ) của công ty chia cho

tổng số cổ phiếu thường đang lưu hành. Trong trường hợp công ty phát hành cả cổ phiếu ưu đãi thì phải lấy tổng giá trị tài sản thuần trừ đi phần giá trị thuộc cổ phiếu ưu đãi rồi mới chia cho số cổ phiếu thường đang lưu hành. Phần giá trị thuộc cổ phiếu ưu đãi được tính theo mệnh giá hoặc giá mua lại tùy thuộc loại cổ phiếu ưu đãi công ty phát hành và cộng với phần cổ tức công ty còn khất lại chưa trả cho cổ đông ưu đãi trong các kỳ trước đó nếu có.

Xem xét giá trị sổ sách cho phép cổ đông thấy được số giá trị tăng thêm của cổ phiếu thường sau một thời gian Công ty hoạt động so với số vốn góp ban đầu.

#### - Giá trị thị trường

Giá trị thị trường là giá trị thị trường hiện tại của cổ phiếu thường, được thể hiện trong giao dịch cuối cùng đã được ghi nhận. Giá trị thị trường hay còn được gọi là giá thị trường. Trên thực tế, giá thị trường của cổ phiếu không phải do Công ty ấn định và cũng không do người nào khác quyết định, mà giá thị trường của cổ phiếu được xác định bởi giá thống nhất mà người bán sẵn sàng bán nó và giá cao nhất mà người mua sẵn sàng trả để mua nó. Hay nói một cách khác, giá thị trường của cổ phiếu được xác định bởi quan hệ cung và cầu trên thị trường. Giá trị thị trường cổ phiếu của một Công ty phụ thuộc rất nhiều nhân tố, do vậy nó thường xuyên biến động.

### **3.1.3. Cổ phiếu ưu đãi**

#### **3.1.3.1. Cổ phiếu ưu đãi và quyền lợi của cổ đông**

Cổ phiếu ưu đãi là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu trong một Công ty, đồng thời cho phép người nắm giữ loại cổ phiếu này được hưởng một số quyền lợi ưu tiên hơn so với cổ đông thường. Người nắm giữ cổ phiếu ưu đãi được gọi là cổ đông ưu đãi của

Công ty. Loại cổ phiếu ưu đãi mà các công ty cổ phần ở các nước thường phát hành là cổ phiếu ưu đãi cổ tức. Cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi cổ tức được hưởng các quyền ưu tiên sau:

- Quyền được nhận cổ tức trước các cổ đông thường: Mặc dù người có cổ phiếu ưu đãi chỉ được quyền hưởng lợi tức cổ phần giới hạn nhưng họ được trả cổ tức trước khi chia lợi tức cho cổ đông thường. Khác với cổ tức của cổ phiếu thường, cổ tức của cổ phiếu ưu đãi được xác định trước và thường được xác định bằng tỷ lệ phần trăm cố định so với mệnh giá của cổ phiếu hoặc bằng số tiền nhất định in trên mỗi cổ phiếu.

- Quyền được ưu tiên thanh toán trước: Khi một Công ty giải thể hay thanh lý thì cổ đông ưu đãi được chia phần tài sản của Công ty trước những cổ đông thường nhưng sau người có trái phiếu.

Tuy nhiên, khác với các cổ đông thường, các cổ đông ưu đãi cổ tức không được hưởng quyền bỏ phiếu bầu ra Hội đồng quản trị và quyết định các vấn đề quan trọng của Công ty. Mặt khác, do quyền hưởng lợi tức cổ phần cũng bị giới hạn theo một số lượng nhất định nên người ta cho rằng cổ đông ưu đãi cổ tức chỉ có quyền sở hữu giới hạn đối với Công ty.

Cũng giống như cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi có thể có mệnh giá hoặc không có mệnh giá và mệnh giá của nó cũng không ảnh hưởng tới giá thị trường của cổ phiếu ưu đãi. Nhưng mệnh giá cổ phiếu ưu đãi có ý nghĩa hơn mệnh giá cổ phiếu thường vì nó là căn cứ để trả cổ tức và là căn cứ để hoàn vốn khi thanh lý hoặc giải thể Công ty. Nếu cổ phiếu ưu đãi có mệnh giá thì cổ tức có thể được xác định bằng tỷ lệ phần trăm theo mệnh giá. Nếu cổ phiếu ưu đãi không có mệnh giá thì cổ tức được xác định bằng một giá trị tuyệt đối do Công ty phát hànhấn định trên mỗi cổ phiếu. Tuy cổ

phiếu ưu đãi có cổ tức cố định, nhưng cổ đông ưu đãi cũng chỉ được nhận cổ tức khi Công ty có lợi nhuận.

### *3.1.3.2. Các loại cổ phiếu ưu đãi*

Một công ty có thể phát hành nhiều loại cổ phiếu ưu đãi khác nhau. Sau đây là một số loại cổ phiếu ưu đãi thường được các Công ty cổ phần ở nhiều nước sử dụng:

- Cổ phiếu ưu đãi tích luỹ và không tích luỹ.

+ Cổ phiếu ưu đãi tích lũy là loại cổ phiếu ưu đãi có tính chất đảm bảo thanh toán cổ tức, nếu trong năm hoặc một số năm nào đó do tình hình tài chính của Công ty gặp khó khăn Công ty không thanh toán được hoặc chỉ thanh toán được một phần thì số cổ tức chưa thanh toán đó được tích luỹ hay cộng dồn và Công ty phải trả số cổ tức này trước khi công bố trả cổ tức cho cổ đông thường. Hầu hết cổ phiếu ưu đãi của các Công ty là loại cổ phiếu ưu đãi tích lũy và không tham dự.

+ Cổ phiếu ưu đãi không tích luỹ là loại cổ phiếu ưu đãi mà khi Công ty gặp khó khăn không trả được cổ tức trong năm thì cổ đông ưu đãi cũng mất quyền nhận số cổ tức trong năm đó.

- Cổ phiếu ưu đãi tham dự và cổ phiếu ưu đãi không tham dự.

+ Cổ phiếu ưu đãi tham dự là loại cổ phiếu ưu đãi mà cổ đông nắm giữ chúng, ngoài việc hưởng cổ tức ưu đãi theo quy định còn được hưởng thêm phần lợi tức phụ trội theo quy định khi Công ty kinh doanh có lợi nhuận cao. Các Công ty có thể quy định cách thức khác nhau về việc trả thêm cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi tham dự.

+ Cổ phiếu ưu đãi không tham dự là loại cổ phiếu ưu đãi mà cổ đông nắm giữ chúng chỉ được hưởng cổ tức ưu đãi cố định, ngoài ra không được hưởng thêm bất cứ phần lợi nhuận nào.

- Cổ phiếu ưu đãi có thể mua lại.

Một Công ty có thể phát hành loại cổ phiếu ưu đãi có thể mua lại hay nói khác đi là loại cổ phiếu mà Công ty có quyền thu hồi lại. Đây là loại cổ phiếu ưu đãi mà Công ty phát hành có quyền yêu cầu mua lại loại cổ phiếu này vào bất cứ lúc nào, khi Công ty có khả năng về tài chính. Giá mua lại được xác định từ thời điểm phát hành và giá này thường tính bằng mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi cộng thêm một số tiền nhất định có tính chất đền bù cho các nhà đầu tư khi Công ty mua lại loại cổ phiếu ưu đãi này.

- Cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi.

Cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi là loại cổ phiếu ưu đãi cho phép người mua có quyền chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi này sang các loại chứng khoán khác và thường là cổ phiếu thường của chính Công ty đó. Ngay vào thời điểm phát hành loại cổ phiếu ưu đãi này, Công ty đã xác định hệ số chuyển đổi cho phép mỗi cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi thành bao nhiêu cổ phiếu thường. Loại cổ phiếu ưu đãi này có tính hấp dẫn cao, lôi cuốn nhiều nhà đầu tư tham gia đầu tư.

### 3.2. Trái phiếu

Trái phiếu là chứng chỉ vay nợ của Chính phủ hoặc của Công ty thể hiện nghĩa vụ của người phát hành phải trả nợ cho người nắm giữ trái phiếu một số tiền nhất định, vào những khoảng thời gian nhất định và phải trả lại khoản tiền gốc khi khoản tiền vay đến hạn. Khác với cổ phiếu là một chứng khoán vốn, trái phiếu là một chứng khoán hứa nợ trung và dài hạn của chủ thể phát hành - người phát hành trái phiếu phải có nghĩa vụ trả lãi trái phiếu và hoàn trả vốn gốc của trái phiếu cho chủ sở hữu trái phiếu khi đáo hạn. Vì vậy, trái phiếu còn được gọi là chứng khoán nợ trung và dài hạn. Người phát hành trái phiếu với

tư cách là người đi vay, người mua trái phiếu là người cho vay và được gọi là trái chủ.

**Đặc điểm cơ bản của trái phiếu là:**

- Chủ thể phát hành không chỉ có Công ty mà còn có Chính phủ và chính quyền địa phương.

- Nếu như người mua cổ phiếu của Công ty, trong thực tế là người mua một phần Công ty và là người chủ sở hữu Công ty thì trái lại, người mua trái phiếu chỉ là người cho chủ thể phát hành vay tiền và là chủ nợ của chủ thể phát hành trái phiếu;

- Nếu như thu nhập chủ yếu của cổ phiếu là cổ tức, phụ thuộc vào tình hình sản xuất kinh doanh của Công ty thì trái lại, thu nhập chủ yếu của trái phiếu là tiền lãi - là khoản thu cố định không phụ thuộc vào tình hình sản xuất kinh doanh của Công ty phát hành;

- Nếu như cổ phiếu là chứng khoán đưa lại cho người chủ sở hữu quyền đổi với phần tài sản cuối cùng còn lại của Công ty khi công ty giải thể hoặc phá sản thì trái lại, trái phiếu là chứng khoán nợ, vì vậy nếu Công ty bị giải thể hoặc bị phá sản thì trước hết Công ty phải có nghĩa vụ thanh toán cho các trái chủ trước, sau đó còn lại mới phân chia cho các cổ đông.

Với những đặc điểm trên, trái phiếu có tính ổn định và chứa đựng ít rủi ro hơn cổ phiếu. Vì vậy, trái phiếu là loại chứng khoán được các nhà đầu tư và các định chế đầu tư ưa chuộng.

### **3.2.1. Những đặc trưng của một trái phiếu**

Có nhiều loại trái phiếu khác nhau, nhưng tất cả các trái phiếu đều có những đặc trưng chủ yếu sau:

- Mệnh giá trái phiếu: mệnh giá trái phiếu hay còn gọi là giá trị danh nghĩa của trái phiếu là giá trị được ghi trên trái

phiếu. Giá trị này được coi là số vốn gốc. Mệnh giá trái phiếu là căn cứ để xác định số lợi tức tiền vay mà người phát hành phải trả. Mệnh giá cũng thể hiện số tiền người phát hành phải hoàn trả khi trái phiếu đến hạn.

- Lãi suất danh nghĩa: Lãi suất trái phiếu thường được ghi trên trái phiếu hoặc người phát hành công bố được gọi là lãi suất danh nghĩa. Lãi suất này được xác định theo tỷ lệ phần trăm so với mệnh giá của trái phiếu và cũng là căn cứ để xác định lợi tức trái phiếu. Trong nền kinh tế bình thường, thời hạn trái phiếu càng dài thì lãi suất càng cao. Loại trái phiếu có độ tín nhiệm càng cao thì lãi suất lại càng thấp hơn các loại trái phiếu có độ tín nhiệm thấp.

- Thời hạn của trái phiếu: Là khoảng thời gian từ ngày phát hành đến ngày người phát hành hoàn trả tiền vốn lần cuối. Ngày mà khoản vốn gốc trái phiếu được thanh toán lần cuối được gọi là ngày đáo hạn của trái phiếu. Trái phiếu có thời hạn khác nhau, trái phiếu trung hạn có thời gian từ 1 năm đến 5 năm. Trái phiếu dài hạn, có thời gian từ 5 năm trở lên.

- Kỳ trả lãi: Là khoảng thời gian người phát hành trả lãi cho người nắm giữ trái phiếu. Ở nhiều nước, lãi suất trái phiếu được xác định theo năm, nhưng việc thanh toán lãi trái phiếu thường được thực hiện mỗi năm hai hoặc một lần.

- Giá phát hành: Là giá bán ra của trái phiếu vào thời điểm phát hành. Thông thường giá phát hành được xác định theo tỷ lệ phần trăm (%) của mệnh giá. Tuỳ theo tình hình của thị trường và của người phát hành để xác định giá phát hành một cách thích hợp. Có thể phân biệt 3 trường hợp:

+ Giá phát hành bằng mệnh giá (ngang giá).

- + Giá phát hành dưới mệnh giá (giá chiết khấu).
- + Giá phát hành trên mệnh giá (giá gia tăng).

Nhưng dù trái phiếu bán ra có ngang giá, theo giá chiết khấu hay theo giá gia tăng thì lợi tức luôn luôn được xác định theo mệnh giá của trái phiếu và khi đáo hạn, người có trái phiếu sẽ được thanh toán theo mệnh giá của trái phiếu.

### **3.2.2. Phân loại trái phiếu**

Tại các nước có thị trường chứng khoán phát triển, người ta phát hành rất nhiều loại trái phiếu khác nhau để huy động vốn. Dưới đây chỉ xem xét một số cách phân loại và một số trái phiếu chủ yếu:

#### **3.2.2.1. Phân loại trái phiếu theo người phát hành**

Căn cứ vào người phát hành có thể chia trái phiếu thành các loại:

- Trái phiếu của Chính phủ và của chính quyền địa phương.

Để đáp ứng nhu cầu chi tiêu ngân sách, Chính phủ các nước thường phát hành trái phiếu để huy động tiền nhàn rỗi trong các tầng lớp dân cư và các tổ chức kinh tế, xã hội. Chính phủ một nước luôn luôn được coi là nhà phát hành có uy tín nhất trên thị trường. Vì vậy, trái phiếu chính phủ được coi là loại chứng khoán có ít rủi ro nhất.

Trái phiếu chính quyền địa phương (ở nước ta là cấp tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương) có thể phát hành trái phiếu để huy động vốn đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế, văn hoá, xã hội của địa phương.

- Trái phiếu doanh nghiệp: Là những trái phiếu do các doanh nghiệp (doanh nghiệp Nhà nước, Công ty cổ phần và Công

ty trách nhiệm hữu hạn) phát hành để tăng thêm vốn hoạt động kinh doanh. Trái phiếu doanh nghiệp có nhiều loại và rất đa dạng, phong phú.

- Trái phiếu của ngân hàng và các tổ chức tài chính: Các tổ chức này có thể phát hành trái phiếu để tăng thêm vốn hoạt động.

### 3.2.2.2. Phân loại theo lợi tức trái phiếu

Dựa vào lợi tức trái phiếu có thể chia trái phiếu thành các loại:

- Trái phiếu có lãi suất cố định: Là loại trái phiếu mà lãi tức được xác định theo một tỷ lệ phần trăm (%) cố định tính theo mệnh giá.

- Trái phiếu có lãi suất biến đổi hay còn gọi là lãi suất thả nổi: Là loại trái phiếu mà lợi tức được trả trong các kỳ có sự khác nhau và được tính theo một lãi suất có sự biến đổi theo một lãi suất tham chiếu.

- Trái phiếu có lãi suất bằng không: Là loại trái phiếu mà người mua không nhận được lãi nhưng được mua với giá thấp hơn mệnh giá (mua chiết khấu) và được hoàn trả số tiền bằng mệnh giá khi trái phiếu đó đáo hạn.

### 3.2.2.3. Phân loại theo mức độ đảm bảo thanh toán của người phát hành

Theo mức độ đảm bảo thanh toán có thể phân biệt trái phiếu thành các loại sau:

- Trái phiếu bảo đảm: Là loại trái phiếu mà người phát hành dùng một tài sản có giá trị làm vật đảm bảo cho việc phát hành. Trong trường hợp, người phát hành mất khả năng thanh toán tiền lãi hoặc trả tiền gốc thì các trái chủ có quyền tịch thu và

bán tài sản đó để thu hồi lại số tiền người phát hành còn nợ (thông thường thực hiện qua người được các trái chủ ủy thác). Trái phiếu bảo đảm thường bao gồm một số loại chủ yếu sau:

+ Trái phiếu có tài sản cầm cố: Là loại trái phiếu bảo đảm bằng việc người phát hành cầm cố một bất động sản để đảm bảo việc thanh toán cho trái chủ. Để đảm bảo quyền lợi của trái chủ, đòi hỏi giá trị tài sản cầm cố phải lớn hơn tổng mệnh giá của các trái phiếu mà Công ty phát hành.

+ Trái phiếu bảo đảm bằng chứng khoán ký quỹ: là loại trái phiếu được bảo đảm bằng việc người phát hành thường là các doanh nghiệp đem ký quỹ số chứng khoán dễ chuyển nhượng (thường là cổ phiếu và trái phiếu) mà doanh nghiệp sở hữu của Công ty khác để làm tài sản bảo đảm cho việc phát hành.

- Trái phiếu không bảo đảm: là loại trái phiếu phát hành không có tài sản làm vật bảo đảm mà chỉ được bảo đảm bằng chính uy tín của người phát hành. Loại trái phiếu này chỉ có ở những Công ty lớn, Công ty có danh tiếng và loại Công ty thương hạng.

#### *3.2.2.4. Dựa vào hình thức trái phiếu*

Dựa theo hình thức trái phiếu được phát hành có thể phân biệt trái phiếu vô danh và trái phiếu ghi danh.

- Trái phiếu vô danh: là loại trái phiếu không ghi tên của người mua trên trái phiếu và trong sổ sách của người phát hành. Người nắm giữ trái phiếu là người được hưởng quyền lợi. Trái phiếu vô danh có gắn các cuống phiếu trả lãi và khi đến hạn trả lãi, người nắm giữ trái phiếu chỉ việc xé ra và mang tới đại lý của Công ty để nhận lãi. Trái phiếu vô danh còn được gọi là "trái phiếu có cuống".

- Trái phiếu ghi danh hay còn gọi là trái phiếu ghi tên: là loại trái phiếu có ghi tên người đầu tư trên trái phiếu và trong sổ của người phát hành. Hình thức ghi danh có thể chỉ thực hiện cho phần vốn gốc, cũng có thể là ghi danh toàn bộ, cả gốc lẫn lãi. Hình thức tương đối phổ biến là hình thức ghi sổ ở người phát hành.

### 3.2.2.5. Dựa theo tính chất của trái phiếu

Ngoài những trái phiếu có tính chất thông thường là người mua trái phiếu được nhận lợi tức và được hoàn trả tiền gốc theo thời hạn đã được xác định còn có những loại trái phiếu có những tính chất riêng. Điều đó có thể thấy ở một số loại trái phiếu sau:

- Trái phiếu có thể chuyển đổi: là loại trái phiếu của Công ty cổ phần cho phép trái chủ quyền được chuyển đổi trái phiếu sang cổ phiếu (thông thường là cổ phiếu thường) của Công ty. Tỷ lệ chuyển đổi và kỳ hạn chuyển đổi được ấn định ngay từ lúc phát hành trái phiếu và chỉ thay đổi khi Công ty phát hành có sự tách hoặc gộp cổ phiếu.

Tỷ lệ chuyển đổi thể hiện số lượng cổ phiếu nhận được khi chuyển đổi một trái phiếu được Công ty ấn định khi phát hành trái phiếu. Thời hạn chuyển đổi được các Công ty quy định rất đa dạng, tuỳ thuộc sự tính toán và quyết định của từng Công ty, có loại được chuyển đổi bất kỳ lúc nào hoặc chỉ được chuyển đổi tại một số thời điểm nhất định.

So sánh với cổ phiếu và trái phiếu thông thường thì trái phiếu có thể chuyển đổi có một số điểm lợi và bất lợi đối với Công ty phát hành cũng như đối với người mua ở một số điểm chủ yếu sau:

Đối với Công ty phát hành, những điểm lợi chủ yếu là:

+ Tạo thêm một khả năng cho Công ty huy động vốn trên thị trường khi mà việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu thông thường đều không thuận lợi.

+ Lãi suất của trái phiếu chuyển đổi thấp hơn trái phiếu thông thường. Điều đó có thể cho phép Công ty huy động được vốn với chi phí thấp.

+ Khi các trái chủ thực hiện chuyển đổi cũng có thể tác động cải thiện cơ cấu vốn của Công ty tốt hơn.

Những điểm bất lợi là:

Việc quyết định chuyển đổi (của trái phiếu có thể chuyển đổi) thuộc quyền trái chủ làm cho Công ty ở vào thế bị động trong việc tổ chức vốn. Nếu Công ty có khả năng thu được lợi nhuận cao, các trái chủ sẽ chuyển đổi trái phiếu sang cổ phiếu và dẫn tới tăng thêm số cổ đông mới, các cổ đông cũ phải chia sẻ quyền kiểm soát và thu nhập cho số cổ đông mới. Đây là điểm bất lợi chủ yếu đối với Công ty phát hành.

Một điểm bất lợi khác là lợi tức trái phiếu được tính vào chi phí, từ đó được tính trừ vào thu nhập chịu thuế của Công ty, còn lợi tức cổ phần là lấy từ lợi nhuận sau thuế của Công ty. Vì thế, khi các trái chủ chuyển đổi trái phiếu sẽ làm cho thu nhập chịu thuế của Công ty tăng hơn và thu nhập của Công ty bị giảm đi.

Đối với người đầu tư, mua loại trái phiếu này có những điểm lợi là:

+ Được đảm bảo hưởng một mức lãi cố định khi chưa chuyển đổi trái phiếu và không phải gánh chịu những rủi ro của Công ty.

+ Khả năng chuyển đổi được của trái phiếu tạo cơ hội cho người đầu tư có thể được hưởng lợi nhiều hơn khi giá cổ phiếu của Công ty phát hành trên thị trường tăng lên.

Những điểm bất lợi là:

+ Khi chưa chuyển đổi hoặc nếu không có cơ hội chuyển đổi thì chỉ được hưởng mức lợi tức với một lãi suất thấp hơn trái phiếu thông thường.

- Trái phiếu có quyền mua cổ phiếu (Warrant Bond): Là loại trái phiếu có kèm theo phiếu cho phép người chủ sở hữu quyền được mua một số lượng cổ phiếu nhất định của Công ty phát hành với một giá đã được xác định và vào những thời kỳ nhất định.

Khi lưu hành, quyền mua cổ phiếu thường được tách ra thành một loại chứng khoán độc lập, người ta gọi quyền mua này là chứng khế. Chứng khế có thể được mua, bán trên thị trường. Chứng khế và chứng quyền giống nhau ở chỗ cho phép người nắm giữ chúng được quyền mua cổ phiếu với giá được xác định, nhưng chứng quyền chỉ tồn tại trong một thời hạn ngắn, còn chứng khế tồn tại tương đối dài.

Như vậy có thể thấy rằng, chứng khế là một loại chứng khoán dài hạn, nó cho phép người nắm giữ được quyền mua cổ phiếu theo một giá xác định trong những thời kỳ xác định. Loại trái phiếu có quyền mua cổ phiếu có một số điểm lợi và bất lợi đối với người phát hành cũng như đối với người đầu tư ở một số điểm chủ yếu sau:

Đối với người phát hành, những điểm lợi chính là:

+ Với loại trái phiếu này Công ty có thêm một phương tiện huy động vốn khi cần thiết.

+ Lãi suất trái phiếu này thấp hơn lãi suất trái phiếu thông thường.

Điểm bất lợi đối với người phát hành là khi người đầu tư sử dụng quyền mua thì số vốn thực thu từ bán cổ phiếu cho người

đầu tư sẽ ít hơn so với việc phát hành bình thường và có thể làm cho giá cổ phiếu trên thị trường bị tụt giảm.

Đối với người đầu tư, mua trái phiếu này có lợi là:

+ Được đảm bảo hưởng một khoản lợi tức nhất định về cơ bản không phải gánh chịu rủi ro Công ty gặp phải.

+ Có khả năng lựa chọn để trở thành cổ đông của Công ty khi nhận thấy Công ty có lợi nhuận tiềm ẩn hoặc có được thêm thu nhập khi giá cổ phiếu của Công ty trên thị trường tăng lên người đầu tư có thể bán chứng khế.

Điểm bất lợi chủ yếu đối với người đầu tư vào trái phiếu này là phải chấp nhận hưởng lợi tức trái phiếu với lãi suất thấp.

- Trái phiếu có thể mua lại: Là loại trái phiếu mà khi phát hành có quy định trên trái phiếu cho phép người phát hành được quyền chuộc lại hay nói khác đi là được mua lại một phần hay toàn bộ trái phiếu trước khi trái phiếu đến hạn thanh toán.

Với việc quy định như vậy có lợi cho người phát hành là có thể chủ động giảm bớt khoản nợ theo chiều hướng có lợi cho người phát hành. Đối với người đầu tư thì không muốn trái phiếu của họ bị mua lại, nhất là khi lãi suất trên thị trường có chiều hướng giảm xuống. Để bảo vệ người đầu tư, người ta thường đưa ra quy định là phải sau một khoảng thời gian nhất định sau khi phát hành, người phát hành mới có thể sử dụng quyền mua lại và giá mua lại phải cao hơn mệnh giá. Số tiền cao hơn mệnh giá mà người phát hành phải trả được coi như khoản tiền thưởng mua lại cho người đầu tư.

Ngoài các cách phân loại chủ yếu ở trên, người ta còn có nhiều cách phân loại khác nhau như dựa theo mức độ rủi ro tín dụng, dựa vào phạm vi phát hành...

### 3.3. Chứng chỉ quỹ đầu tư

Quỹ đầu tư chứng khoán là quỹ hình thành từ vốn góp của người đầu tư để đầu tư vào các chứng khoán. Công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán huy động vốn bằng cách lấy tổng lượng vốn dự kiến huy động chia thành các phần nhỏ bằng nhau, mỗi phần tương ứng với một chứng chỉ quỹ và Công ty sẽ bán các chứng chỉ ra công chúng như là những đơn vị đầu tư. Công ty quản lý quỹ sẽ đảm nhận cả khâu huy động vốn và đầu tư vốn vào các chứng khoán.

Việc hình thành nên số vốn điều lệ ban đầu của Công ty quản lý quỹ đầu tư được thực hiện thông qua phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư. Người góp vốn vào Công ty quản lý quỹ được thực hiện dưới hình thức mua chứng chỉ. Trong quá trình hoạt động đầu tư, Công ty quản lý quỹ (quỹ đầu tư mở) có thể phát hành thêm chứng chỉ để tăng thêm vốn điều lệ. Người nắm giữ chứng chỉ là người sở hữu một phần trong một danh mục đầu tư đa dạng hóa của quỹ và được gọi là người đầu tư vào quỹ. Người đầu tư không trực tiếp đầu tư vào chứng khoán mà chỉ đầu tư vào quỹ bằng cách mua chứng chỉ. Chứng chỉ quỹ đầu tư là chứng chỉ xác nhận quyền hưởng lợi của người đầu tư đối với quỹ. Người đầu tư sẽ được hưởng lợi từ kết quả đầu tư của quỹ, theo số lượng chứng chỉ mà mình nắm giữ. Xét về tỷ suất đầu tư, tất cả những người đầu tư trong cùng một quỹ đều đạt được kết quả như nhau, không phân biệt số lượng vốn góp của mỗi người nhiều hay ít. Kết quả đó là do thành quả hoạt động đầu tư chung của quỹ quy định. Tuy nhiên, người đầu tư không được phép trực tiếp thực hiện các quyền và nghĩa vụ đối với các tài sản trong danh mục đầu tư của quỹ. Như vậy, người đầu tư không có quyền quản lý quỹ đầu tư, không được phép yêu cầu Công ty quản lý quỹ trình sổ sách hoặc thư từ giao dịch, ngoại trừ tại đại hội những người đầu tư.

Chứng chỉ của quỹ đầu tư đóng được mua bán trên thị trường chứng khoán tập trung, giống như bất kỳ một loại chứng khoán niêm yết nào khác. Còn chứng chỉ của quỹ đầu tư mở, được quỹ sẵn sàng mua lại khi người đầu tư có nhu cầu bán. Chứng chỉ của quỹ mở không giao dịch trên thị trường thứ cấp mà giao dịch thăng với quỹ hoặc các đại lý được ủy quyền của quỹ.

### **3.4. Chứng khoán phái sinh**

Trên các thị trường chứng khoán phát triển, ngoài hoạt động giao dịch các chứng khoán thông thường như các loại cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, còn xuất hiện một số loại chứng khoán phái sinh khác như quyền mua cổ phần (Rights), chứng quyền (Warrants), hợp đồng tương lai, hợp đồng lựa chọn, v.v

Chứng khoán phái sinh hình thành trên cơ sở các loại chứng khoán giao dịch trên thị trường chứng khoán. Nó không có vai trò tạo vốn cho nền kinh tế, nhưng nó làm cho thị trường chứng khoán giao dịch sôi động, làm tăng thêm tính hấp dẫn cho các loại chứng khoán phát sinh ra nó.

#### **3.4.1. Quyền mua cổ phần**

Trong kinh doanh, những công ty thành đạt thường có nhu cầu phát hành thêm cổ phiếu thường bổ sung vốn để mở rộng kinh doanh. Nhưng khi phát hành cổ phiếu bổ sung sẽ ảnh hưởng đến quyền sở hữu đối với công ty của các cổ đông hiện hữu. Nghĩa là quyền sở hữu, quyền kiểm soát đối với công ty của cổ đông hiện hành bị “pha loãng”. Để khắc phục nhược điểm này, công ty cổ phần đã cho phép các cổ đông hiện hành được hưởng quyền ưu tiên: quyền được mua trước cổ phiếu thường mới phát hành với giá thấp hơn giá thị trường và với số lượng tỷ lệ với số cổ phần mà cổ

đồng đang nắm giữ. Quyền mua cổ phần là loại chứng khoán do công ty cổ phần phát hành kèm theo đợt phát hành cổ phiếu thường bổ sung và được phát hành cho cổ đông hiện hành, sau đó chúng có thể được đem ra giao dịch.

Mỗi cổ phần thường đang lưu hành được xác định có một quyền mua. Số lượng quyền cần thiết để mua một cổ phiếu thường mới sẽ được quy định tùy theo từng đợt phát hành. Các Công ty thường xác định số lượng quyền cần để mua một cổ phiếu mới như sau:

$$\frac{\text{Số lượng quyền cần để mua một cổ phiếu mới}}{\text{Số lượng cổ phiếu cũ đang lưu hành}} = \frac{\text{Số lượng cổ phiếu cũ đang lưu hành}}{\text{Số lượng cổ phiếu mới phát hành}}$$

Trong đó:

$$\frac{\text{Số lượng cổ phiếu mới phát hành}}{\text{Giá ghi bán một cổ phiếu}} = \frac{\text{Mức vốn cần huy động}}{\text{Giá ghi bán một cổ phiếu}}$$



Nếu các cổ đông thực hiện quyền mua cổ phiếu mới, sẽ duy trì được tỷ lệ sở hữu đối với Công ty. Nếu không thực hiện quyền mua cổ phiếu mới thì họ có thể bán quyền đó trên thị trường trong thời gian quyền chưa hết hạn. Giá quyền mua có thể tăng hoặc giảm trong khoảng thời gian chào bán, tùy thuộc vào giá thị trường của cổ phiếu.

### 3.4.2. Chứng quyền

Chứng quyền (Warrants) là loại chứng khoán được phát hành cùng với việc phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi, trong đó xác nhận quyền được mua một số cổ phiếu thường theo những điều kiện nhất định.

Thông thường chứng quyền được phát hành cùng với đợt phát hành các trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi để giúp cho việc chào bán lần đầu các chứng khoán này trở nên hấp dẫn hơn. Chẳng hạn, một công ty có thể phát hành kết hợp giữa các trái phiếu và chứng quyền. Các trái phiếu được phát hành dưới hình thức thông thường, còn chứng quyền được phát hành nhằm giúp cho việc chào bán trái phiếu hấp dẫn hơn. Nếu Công ty có chiều hướng phát triển tốt, thì chứng quyền sẽ hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư.

Chứng quyền cho phép người nắm giữ được mua cổ phiếu thường với một mức giá xác định và trong một thời gian nhất định.

Giá định trước trên chứng quyền cao hơn giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường và chứng quyền có thời hạn dài hơn quyền mua cổ phần. Ví dụ: Công ty cổ phần X có cổ phiếu thường đang lưu hành trên thị trường với giá 30.000 đồng mỗi cổ phiếu vào ngày 20 tháng 9 năm N, tại thời điểm này Công ty phát hành chứng quyền cho phép người sở hữu nó được quyền mua cổ phiếu thường với giá 35.000 đồng mỗi cổ phiếu vào bất cứ thời điểm nào cho đến ngày 31 tháng 12 năm N<sub>+1</sub>. Nếu Công ty X có triển vọng phát triển tốt và công chúng cho rằng các cổ phiếu thường không chỉ đạt tối giá 35.000 đồng mỗi cổ phiếu vào năm N<sub>+1</sub> mà còn có thể được mua bán trên mức giá đó thì chứng quyền sẽ hấp dẫn các nhà đầu tư.

Chứng quyền có thể được giao dịch tách biệt hoặc kèm với chứng khoán gốc của chứng quyền đó. Nếu giá thị trường của cổ phiếu thường cao hơn mức giá được quyền mua của chứng quyền thì chứng quyền sẽ có giá trị, còn ngược lại chứng quyền sẽ không có giá trị.

Giá trị của chứng quyền được quyết định bởi giá trị nội tại và độ dài thời hạn của chứng quyền. Nhìn chung, thời gian cho

đến khi hết hạn càng dài thì giá trị của chứng quyền càng cao. Tuy nhiên nếu giá trị của một cổ phiếu thấp hơn mức giá thực hiện, nhưng thời hạn còn lại của chứng quyền là dài thì giá trị thời gian sẽ góp phần đáng kể vào giá trị thị trường của chứng quyền. Về cơ bản, các mức giá chứng quyền sẽ có xu hướng tăng trong một thị trường giá tăng lên và giảm trong một thị trường giá xuống thấp.

### **3.4.3. Hợp đồng kỳ hạn**

Hợp đồng kỳ hạn là một thỏa thuận trong đó một người mua và một người bán chấp thuận thực hiện một giao dịch hàng hóa với khối lượng xác định, tại một thời điểm xác định trong tương lai với một mức giá được ấn định vào ngày hôm nay.

Điểm khác biệt giữa một hợp đồng kỳ hạn và giao dịch ngay là thời điểm thanh toán giao dịch. Trong phần lớn các giao dịch giao ngay, hàng hóa được trao đổi và việc thanh toán được tiến hành ngay lập tức (nếu trả bằng tiền mặt) hoặc trong vòng hai ngày giao dịch kể từ khi ký kết hợp đồng. Đối với hợp đồng kỳ hạn, thời hạn kết thúc giao dịch được để lùi lại một khoảng thời gian trong tương lai. Các hợp đồng kỳ hạn xác định một ngày thanh toán cụ thể hoặc một thời điểm tiến hành giao dịch trên thực tế. Khi ngày thanh toán tới, người mua phải trả tiền để mua hàng hóa tại mức giá thỏa thuận ban đầu và người bán chuyển giao hàng với số lượng ấn định ban đầu.

Trong hợp đồng kỳ hạn chỉ có hai bên tham gia vào việc ký kết, giá cả do hai bên thỏa thuận với nhau, dựa theo những ước tính mang tính cá nhân. Giá hàng hóa đó trên thị trường giao ngay vào thời điểm giao nhận hàng có sự thay đổi, tăng lên hoặc giảm xuống so với mức giá đã ký kết trong hợp đồng. Khi đó, một trong hai bên mua hoặc bán sẽ bị thiệt hại do đã cam kết một mức

giá thấp hơn (đối với bên bán) hoặc cao hơn (đối với bên mua) giá thị trường.

Như vậy, bằng việc tham gia vào một hợp đồng kỳ hạn, cả hai bên đều giới hạn được rủi ro tiềm năng cũng như hạn chế lợi nhuận tiềm năng của mình. Vì chỉ có hai bên tham gia vào hợp đồng, cho nên mỗi bên đều phụ thuộc duy nhất vào bên kia trong việc thực hiện hợp đồng. Khi có thay đổi giá cả trên thị trường giao ngay, rủi ro thanh toán sẽ gia tăng lên khi một trong hai bên không thực hiện hợp đồng. Ngoài ra, vì giá cả đặt ra mang tính cá nhân và chủ quan nên rất có thể không chính xác.

#### **3.4.4. Hợp đồng tương lai**

Hợp đồng tương lai là cam kết mua hoặc bán các loại chứng khoán, nhóm chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán nhất định với một số lượng và mức giá nhất định vào ngày xác định trước trong tương lai. Trước kia, loại hợp đồng này chủ yếu sử dụng trong giao dịch hàng hóa, đến nay các hợp đồng chứng khoán tương lai được tiêu chuẩn hóa theo lô và đưa vào sử dụng rộng rãi tại nhiều Sở giao dịch chứng khoán. Các hợp đồng tương lai liên quan đến hàng hóa nông sản như ngũ cốc hay gia súc, thực phẩm nhập khẩu (cà phê, cao su, đường) hay các hàng công nghiệp được giao dịch gọi chung là các hợp đồng tương lai hàng hóa. Các hợp đồng tương lai dựa trên một công cụ tài chính hay một chỉ số tài chính được gọi là hợp đồng tương lai tài chính.

Về cơ bản, đối với việc mua và bán trong tương lai cần phải chú ý rằng: khi người mua một hợp đồng tương lai, người đó đang ở trạng thái “dư thừa”. Để làm như vậy, người mua chỉ cần đồng ý nhận hàng, thanh toán đầy đủ một số tiền xác định và mẫu hàng nhất định được giao cho người mua tại một địa điểm xác định trong một tháng nào đó được xác định trong tương lai. Ngược lại,

khi người đó bán một hợp đồng tương lai, người đó đang ở trạng thái “thiếu hụt”. Người đó đang chấp nhận giao một số lượng hàng xác định và một mẫu hàng nhất định tại một địa điểm xác định trong một tháng nào đó trong tương lai, vào thời điểm đó người bán sẽ được thanh toán đầy đủ.

Các điều khoản và điều kiện của hợp đồng tương lai được thống nhất về số lượng, chất lượng phải giao, địa điểm giao hàng và nhiều quy định cụ thể khác. Tất cả được xác định trước và được quy định cụ thể theo các nguyên tắc giao dịch. Nếu một hợp đồng tương lai được thỏa thuận, người mua và người bán cần phải quyết định tháng giao hàng, số liệu trên hợp đồng và giá cả. Giá cả trên hợp đồng là giá được thỏa thuận giữa người mua và người bán, bằng đấu giá công khai trong phòng giao dịch của Sở giao dịch các hợp đồng tương lai có tổ chức.

Các hợp đồng tương lai có thể được thực hiện thông qua giao hàng hoặc bù đắp (hay được thanh lý). Thực hiện bằng giao hàng có nghĩa là bạn phải hoặc là nhận hoặc là giao hàng theo như hợp đồng đã ký kết. Tuy nhiên, số các hợp đồng tương lai được thực hiện bằng giao hàng là rất ít, còn hầu hết chúng được thanh lý (bù đắp) trước tháng giao hàng. Cho dù có hợp đồng nhưng việc giao hàng không nhất thiết phải được thực hiện. Các thành viên tham gia thị trường này không phải giao hoặc nhận hàng trừ khi họ có khả năng hoặc mong muốn thực hiện điều đó. Người chủ một hợp đồng, dù là người mua hay người bán có quyền lựa chọn việc bù đắp hợp đồng. Việc bù đắp hợp đồng được thực hiện bằng cách bán hay mua một hợp đồng có cùng số lượng trong cùng tháng giao hàng đó. Chẳng hạn, một nhà đầu tư đã mua, giả sử một hợp đồng chỉ số cổ phiếu X, có thể bù đắp hợp đồng này bằng việc bán một hợp đồng khác vào cùng tháng giao hàng. Tương tự, một người đã bán một hợp đồng có thể bù đắp hợp đồng đó bằng một hợp đồng

khác có cùng số lượng và tháng giao hàng. Nói khác đi, một trạng thái này có thể bù đắp trạng thái kia và chênh lệch giữa giá của hai giao dịch thể hiện khoản lợi nhuận hoặc lỗ của nhà đầu tư.

### **3.4.5. Quyền lựa chọn (hay Quyền chọn)**

Là quyền được ghi trong hợp đồng cho phép người mua lựa chọn quyền mua hoặc quyền bán một số lượng chứng khoán được xác định trước trong khoảng thời gian nhất định với một mức giá đã được xác định trước. Quyền lựa chọn là một bản hợp đồng mang tính thỏa thuận nhưng ràng buộc về mặt pháp lý, trong đó có ba bên tham gia:

Bên thứ nhất: người mua quyền lựa chọn (gọi là người chủ) trả một khoản tiền mua quyền để được thực hiện một giao dịch loại chứng khoán nào đó với số lượng và giá cả đã được ấn định trong một thời hạn nhất định.

Bên thứ hai: người viết quyền lựa chọn đồng thời là người bán quyền (gọi là người thu trái), thu một khoản tiền từ người mua để có nghĩa vụ thực hiện giao dịch đã nêu trong hợp đồng.

Bên thứ ba: cơ quan quản lý, đảm bảo cho giao dịch nêu trong hợp đồng sẽ được thực hiện đúng.

Một quyền lựa chọn có những đặc điểm cơ bản sau:

- Loại quyền: quyền lựa chọn bao gồm quyền chọn mua và quyền chọn bán.

Quyền chọn mua là một hợp đồng giữa hai bên mà trong đó một bên cho bên kia được quyền mua một khối lượng nhất định hàng hóa tại một mức giá xác định trong một thời hạn nhất định. Người mua quyền chọn mua phải trả cho người bán nó một khoản tiền gọi là tiền cược thuận hay trị giá quyền chọn mua.

Quyền chọn bán là hợp đồng giữa hai bên mà trong đó một bên cho bên kia được quyền bán một khối lượng nhất định hàng hóa tại một mức giá xác định trong một thời hạn nhất định. Người mua quyền chọn bán phải trả cho người bán quyền một khoản tiền được gọi là giá quyền hoặc phí quyền.

- Tên hàng hóa cơ sở và khối lượng được mua hoặc bán theo quyền. Các hàng hóa cơ sở này có thể là cổ phiếu, chỉ số cổ phiếu, trái phiếu, chỉ số trái phiếu, thương phẩm, hợp đồng tương lai.

- Ngày hết hạn: Ngày mà sau đó quyền hết giá trị gọi là ngày hết hạn. Quyền lựa chọn kiểu Mỹ có thể thực hiện bất kỳ lúc nào trong hạn định. Quyền lựa chọn kiểu châu Âu chỉ có thể thực hiện vào cuối hạn định.

- Giá thực hiện: Mức giá mà tại đó công cụ này có thể được mua hoặc bán gọi là mức giá thực hiện quyền. Mức giá liên quan tới một quyền lựa chọn là mức giá thị trường hiện hành của hàng hóa cơ sở, giá hàng hóa cơ sở thực hiện theo quyền và giá của bản thân quyền lựa chọn. Các bộ phận cấu thành nên giá quyền bao gồm giá trị nội tại và giá trị thời gian của quyền:

+ Giá trị nội tại của quyền:

Giá trị nội tại của một quyền lựa chọn là giá trị mà người nắm giữ quyền lựa chọn sẽ nhận được bằng cách thực hiện quyền ngay lập tức. Do người mua quyền không bắt buộc phải thực hiện quyền và trong thực tế họ sẽ không làm điều đó nếu như không thu được hiệu quả kinh tế nào từ việc thực hiện quyền, nên giá trị nội tại của một quyền thấp nhất sẽ bằng 0.

Đối với một quyền lựa chọn mua, nếu giá thực hiện quyền thấp hơn giá của chứng khoán cơ sở, quyền chọn mua đó được coi là lãi. Một quyền chọn có mức giá thực hiện ngang bằng với giá

hiện hành của chứng khoán cơ sở được coi là hòa vốn, còn nếu thấp hơn giá hiện hành của chứng khoán thì bị coi là lỗ. Cả hai loại quyền lỗ và hòa vốn đều có giá trị nội tại bằng 0.

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 quyền lựa chọn là khoản trội ra giữa giá của một quyền so với giá trị nội tại của nó. Mức phụ trội cao hơn giá trị nội tại được gọi là giá trị thời gian.

Quyền lựa chọn hết giá trị vào ngày kết thúc thời hạn của nó.

Nếu trong thời hạn hiệu lực, người chủ hợp đồng thực hiện hợp đồng thì người viết quyền lựa chọn phải có nghĩa vụ thực hiện các điều khoản trong hợp đồng mà không được từ chối hoặc trì hoãn vì bất cứ lý do gì. Nếu không muốn thực hiện quyền, người chủ có thể bán quyền lựa chọn đó trên thị trường chứng khoán. Vì vậy, quyền lựa chọn cũng được coi là một loại chứng khoán của thị trường chứng khoán. Hiện nay, ở các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, giao dịch về quyền lựa chọn trên thị trường chứng khoán cũng tấp nập như giao dịch cổ phiếu và trái phiếu./.



## Chương 3

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN SƠ CẤP

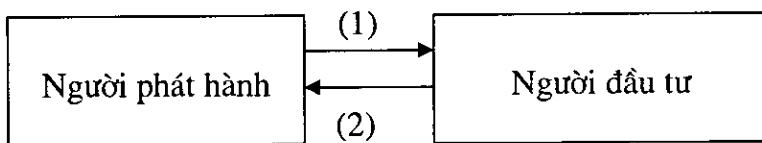
### I. ĐẶC ĐIỂM CỦA THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Thị trường sơ cấp là một bộ phận cấu thành hữu cơ và không thể tách rời của thị trường chứng khoán. Đồng thời, thị trường sơ cấp là tiền đề cho sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán. Do đó, để phát triển thị trường chứng khoán, trước hết phải tạo điều kiện cho sự ra đời và phát triển của thị trường sơ cấp.

Thị trường sơ cấp là thị trường mua bán các chứng khoán được phát hành lần đầu hay còn được gọi là thị trường phát hành. Do đó có thể nói rằng, thị trường sơ cấp là thị trường phát hành chứng khoán mới.

Hoạt động của thị trường sơ cấp tạo ra một kênh huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế. Ở thị trường sơ cấp, người phát hành nhận được tiền từ việc bán chứng khoán. Qua hoạt động của thị trường sơ cấp, những nguồn tiền nhàn rỗi trong dân cư, trong các tổ chức kinh tế, xã hội có thể được chuyển thành vốn đầu tư dài hạn cho người phát hành chứng khoán. Đồng thời thị trường sơ cấp còn là một kênh phân bổ vốn có hiệu quả. Vì vậy, thị trường sơ cấp không những đóng vai trò tập hợp các nguồn vốn mà còn là một công cụ hữu hiệu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của nền kinh tế.

Hoạt động của thị trường sơ cấp có thể tóm tắt qua sơ đồ sau:



(1): Người phát hành bán chứng khoán cho người đầu tư

(2): Người đầu tư mua chứng khoán và thực hiện việc trả tiền cho người phát hành.

Thị trường sơ cấp có những đặc điểm chủ yếu sau:

- Là thị trường hoạt động không liên tục, nó chỉ hoạt động khi có đợt phát hành chứng khoán mới.

- Tham gia vào thị trường chứng khoán sơ cấp chủ yếu là các nhà phát hành, các nhà đầu tư. Trong trường hợp việc phát hành chứng khoán thực hiện theo phương thức bảo lãnh phát hành thì có sự tham gia của các nhà bảo lãnh.

- Tiên bán chứng khoán trên thị trường sơ cấp thuộc các nhà phát hành, do đó hoạt động của thị trường sơ cấp đã làm tăng vốn đầu tư cho nền kinh tế.

- Khối lượng và nhịp độ giao dịch ở thị trường sơ cấp thấp hơn nhiều so với thị trường thứ cấp.

## II. CÁC CHỦ THỂ PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

Trên thị trường chứng khoán, chủ thể phát hành chứng khoán là tổ chức huy động vốn bằng bán chứng khoán cho người đầu tư. Chủ thể phát hành bao gồm Chính phủ, các doanh nghiệp và các quỹ đầu tư.

### 2.1. Chính phủ

Qua thực tế ở nhiều nước cho thấy, Chính phủ từ trung ương đến địa phương là một trong những chủ thể phát hành nhiều

nhất của thị trường. Điều này là dễ hiểu vì không phải lúc nào chính phủ cũng có thể bù đắp được sự thiếu hụt vốn xảy ra khá thường xuyên trong chi tiêu của mình bằng cách yêu cầu ngân hàng trung ương in thêm tiền mặt. Chính phủ cũng không thể đơn giản tài trợ cho các thiếu hụt của mình bằng cách tăng nguồn thu từ thuế. Mặc dù về cơ bản lãi và gốc của trái phiếu chính phủ cuối cùng cũng sẽ được thanh toán bằng các khoản thu của chính phủ, trong đó thuế chiếm phần quan trọng. Tuy nhiên, đối với các công trình dự án quan trọng, đòi hỏi lượng vốn ban đầu lớn, việc tăng nguồn thu của chính phủ từ thuế cũng không thể đáp ứng được nhu cầu về vốn ban đầu. Bên cạnh đó, việc tăng thuế đột ngột cũng sẽ có những ảnh hưởng xấu không chỉ đối với nền kinh tế.

## 2.2. Doanh nghiệp

Thị trường chứng khoán là một “Kênh” rất quan trọng giúp cho doanh nghiệp có thể huy động được vốn trung và dài hạn với một số lượng vốn lớn. Tuy nhiên, không phải tất cả các loại hình doanh nghiệp đều có thể huy động vốn trên thị trường chứng khoán, chỉ có một số loại hình doanh nghiệp được pháp luật cho phép được phát hành chứng khoán để huy động vốn.

Ở Việt Nam, theo Luật doanh nghiệp ban hành năm 2005 có 4 loại hình doanh nghiệp:

- Công ty trách nhiệm hữu hạn
- Công ty cổ phần
- Công ty hợp danh
- Doanh nghiệp tư nhân

Trong các loại hình doanh nghiệp trên, chỉ có Công ty cổ phần là được phép huy động vốn bằng phát hành cả cổ phiếu và

trái phiếu, công ty trách nhiệm hữu hạn chỉ được phép phát hành trái phiếu. Như vậy, công ty cổ phần là loại hình doanh nghiệp có nhiều ưu thế trong việc huy động vốn bằng phát hành chứng khoán. Dưới đây, xem xét khái quát việc phát hành chứng khoán của công ty cổ phần.

### **2.2.1. Phát hành cổ phiếu mới của Công ty cổ phần**

Trong quá trình hoạt động kinh doanh, Công ty cổ phần có thể phát hành cổ phiếu mới. Tuy nhiên không phải bất kỳ việc phát hành cổ phiếu mới nào cũng làm tăng thêm tiền vốn của Công ty, nhưng mọi phát hành cổ phiếu mới đều có tác động đến giá cổ phiếu của Công ty trên thị trường. Có thể phân biệt hai loại phát hành cổ phiếu mới của Công ty: phát hành cổ phiếu mới không thu tiền và phát hành cổ phiếu mới có thu tiền.

#### **2.2.1.1. Phát hành cổ phiếu mới không thu tiền**

Loại phát hành cổ phiếu mới này làm thay đổi lượng cổ phiếu lưu hành của công ty, nhưng không làm tăng tài sản và vốn chủ sở hữu của Công ty so với trước khi phát hành thêm cổ phiếu mới. Việc phát hành cổ phiếu mới không thu tiền thường xảy ra trong các trường hợp sau:

- Phát hành cổ phiếu mới do chuyển quy đầu tư phát triển, tăng dư vốn, quỹ dự trữ khác (nếu có) để tăng vốn điều lệ.*

Một số công ty cổ phần tới một thời điểm nhất định có các nguồn trên khá lớn, công ty có thể quyết định chuyển các nguồn đó để tăng vốn điều lệ. Việc chuyển như vậy có thể thực hiện bằng cách phát hành thêm cổ phiếu mới tương ứng với phần giá trị định chuyển và phân chia cho các cổ đông hiện hữu của Công ty theo tỷ lệ số cổ phần mà cổ đông hiện đang nắm giữ. Tuy vậy, việc chuyển các nguồn trên để tăng vốn điều lệ phải tuân thủ đầy đủ các quy định của pháp luật.

*- Phát hành cổ phiếu mới do trả cổ tức bằng cổ phiếu.*

Thông thường các công ty cổ phần trả cổ tức bằng tiền cho cổ đông. Những công ty đang tăng trưởng nhanh có thể thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu thay vì cổ tức bằng tiền mặt. Công ty sẽ phát hành một lượng cổ phiếu mới tương ứng với phần giá trị dành trả cổ tức và phân chia cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ số cổ phần hiện họ đang nắm giữ. Trường hợp này không làm thay đổi số vốn chủ sở hữu của công ty so với trước khi phát hành thêm cổ phiếu để trả cổ tức, nó chỉ làm thay đổi cơ cấu vốn chủ sở hữu và làm tăng số cổ phiếu đang lưu hành.

*- Phát hành cổ phiếu mới do tách hoặc gộp cổ phiếu.*

Một số công ty cổ phần khi mới thành lập ấn định mệnh giá cổ phiếu bằng 4 cổ phiếu mới quá cao hoặc có khi giá cổ phiếu trên thị trường của một Công ty ở mức quá cao, những điều đó có thể làm cho việc giao dịch cổ phiếu của công ty không thuận lợi, công ty có thể quyết định tách cổ phiếu. Ví dụ: 1 cổ phần cũ mệnh giá 1.000.000đ, Công ty quyết định tách 1 cổ phần cũ thành 100 cổ phần mới. Như vậy, 1 cổ phần cũ được tách ra theo tỷ lệ 1:10 và lúc này mệnh giá của cổ phiếu cũng được giảm đi và được xác định bằng 10.000đ/cổ phiếu. Việc tách cổ phiếu hay còn được gọi là sự chia nhỏ cổ phiếu nhằm mục đích chủ yếu là làm giảm giá của cổ phiếu và do đó, làm cho việc mua bán cổ phiếu của Công ty được dễ dàng hơn. Việc tách cổ phiếu không làm thay đổi giá trị tài sản, vốn chủ sở hữu của công ty cũng như tỷ lệ quyền sở hữu công ty của mỗi cổ đông hiện hữu, nó chỉ làm tăng số cổ phiếu đang lưu hành cũng như số cổ phiếu của mỗi cổ đông nắm giữ.

Ngược lại với việc tách cổ phiếu, có trường hợp công ty thực hiện việc gộp cổ phiếu. Đây thường là trường hợp thị giá cổ phiếu của Công ty quá thấp không có lợi cho uy tín của Công ty. Công ty

có thể thực hiện việc gộp cổ phiếu nhằm mục đích tăng giá thị trường của một cổ phiếu và thực hiện bằng cách thu hồi số cổ phiếu cũ và thay thế bằng số cổ phiếu mới với số lượng ít hơn.

### 2.2.1.2. Phát hành cổ phiếu mới có thu tiền

Trong quá trình hoạt động kinh doanh để tăng thêm vốn đầu tư, Công ty cổ phần có thể lựa chọn phương pháp phát hành thêm cổ phiếu và bán ra. Việc phát hành thêm cổ phiếu mới bán ra, giúp Công ty thu thêm tiền vốn đồng thời tài sản, vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu của Công ty cũng tăng lên. Để phát hành cổ phiếu bán ra tăng thêm tiền vốn, tùy điều kiện cụ thể công ty có thể lựa chọn phương thức phát hành riêng lẻ hay chào bán ra công chúng.

### 2.2.2. Phát hành trái phiếu

Công ty cổ phần có thể phát hành các loại trái phiếu để huy động vốn như trái phiếu có lãi suất cố định, trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu kèm quyền mua cổ phiếu v.v.v

## 2.3. Quỹ đầu tư

500đồng.com

Quỹ đầu tư đóng vai trò rất lớn trên thị trường chứng khoán sơ cấp. Để giúp các nhà đầu tư nhỏ có thể đa dạng hóa đầu tư, phân tán rủi ro và giảm chi phí đầu tư, các công ty quản lý quỹ liên tục thành lập các quỹ đầu tư mới và phát hành các chứng chỉ quỹ ra công chúng hoặc quỹ đầu tư dạng công ty (công ty đầu tư chứng khoán) phát hành cổ phiếu để huy động vốn.

## III. CÁC PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN VÀ QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI VIỆC PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

### 3.1. Các phương thức phát hành chứng khoán

Thông thường ở những nước có thị trường chứng khoán phát triển, việc phát hành chứng khoán để huy động vốn được thực

hiện theo hai phương thức: phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng.

### **3.1.1. Phát hành riêng lẻ**

Phát hành riêng lẻ là phương thức phát hành trong đó, chứng khoán được bán trong phạm vi một số nhà đầu tư nhất định (thông thường là các nhà đầu tư có tổ chức) với những điều kiện hạn chế và không tiến hành rộng rãi ra công chúng.

Phát hành riêng lẻ thủ tục thường đơn giản hơn so với phát hành ra công chúng. Công ty lựa chọn phương thức phát hành riêng lẻ là do: Công ty không đủ tiêu chuẩn để phát hành ra công chúng; số lượng vốn cần huy động ít, số lượng chứng khoán phát hành không nhiều; phát hành riêng lẻ còn nhằm duy trì các mối quan hệ kinh doanh.

### **2.1.2. Chào bán ra công chúng**

Chào bán chứng khoán ra công chúng là quá trình trong đó chứng khoán được chào bán rộng rãi cho tất cả các nhà đầu tư: gồm cả các nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư chuyên nghiệp – với những điều kiện và thời gian như nhau.

Chào bán ra công chúng thường áp dụng cho những đợt phát hành có lượng vốn huy động lớn và lượng chứng khoán phát hành phải đạt một mức độ nhất định. Việc chào bán chứng khoán ra công chúng phải chịu sự phối của pháp luật về chứng khoán. Thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng phức tạp hơn nhiều so với phương thức phát hành riêng lẻ.

Việc chào bán chứng khoán ra công chúng phải bỏ ra một khoản chi phí phát hành cao hơn so với việc phát hành riêng lẻ. Chẳng hạn trên thị trường sơ cấp Hoa Kỳ, chi phí cho một đợt phát hành cổ phiếu ra công chúng đến 6,17% tổng số vốn huy

động. Bên cạnh đó, các công ty phát hành chứng khoán ra công chúng phải thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin.

Phân biệt giữa phát hành riêng lẻ và chào bán ra công chúng người ta có thể dựa vào một số tiêu thức nhất định. Chẳng hạn ở Mỹ, luật chứng khoán năm 1933 quy định phân biệt phát hành riêng lẻ và chào bán ra công chúng dựa vào hai tiêu thức là tổng giá trị của đợt phát hành và số lượng người mua chứng khoán của đợt phát hành.

Phân biệt hai phương thức phát hành riêng lẻ và chào bán ra công chúng nhằm bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư, để phục vụ cho công tác quản lý phát hành chứng khoán. Đồng thời sự phân biệt giữa phát hành riêng lẻ và chào bán ra công chúng nhằm xác định phạm vi thị trường của các loại chứng khoán. Chỉ có các chứng khoán được phát hành rộng rãi ra công chúng mới được giao dịch trên thị trường chứng khoán thứ cấp tập trung và những chứng khoán này mới có tính thanh khoản cao. Các công ty chào bán chứng khoán rộng rãi ra công chúng được gọi là công ty đại chúng.

Các công ty chào bán chứng khoán rộng rãi ra công chúng và được niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung có lợi thế lớn trong việc quảng bá tên tuổi của công ty. Để chào bán chứng khoán ra công chúng, các doanh nghiệp phát hành phải có đủ những điều kiện nhất định và đó là những công ty có tiềm lực tài chính, phát triển ổn định. Điều đó tạo điều kiện thuận lợi cho công ty trong quá trình tìm kiếm bạn hàng và ký kết các hợp đồng kinh doanh. Đồng thời, chào bán chứng khoán ra công chúng còn giúp công ty có thể thu hút, duy trì đội ngũ nhân viên giỏi; làm tăng chất lượng và độ chính xác của các báo cáo của công ty do các báo cáo phải được lập theo những quy định của cơ quan quản lý.

Chào bán chứng khoán ra công chúng là phương thức tài trợ vốn chủ yếu cho các doanh nghiệp và có những ưu thế nhất định. Đối với những nước đang phát triển, hình thức huy động vốn thông qua phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng mang ý nghĩa quan trọng. Đặc biệt là khu vực doanh nghiệp tư nhân thường xuyên thiếu vốn trong khi khả năng đáp ứng của Ngân sách nhà nước, cũng như khả năng vay vốn ngân hàng còn hạn chế.

Việc chào bán chứng khoán ra công chúng với sự tham gia đồng đảo của các nhà đầu tư giúp các công ty bán được chứng khoán với giá hợp lý. Cho nên, trên thị trường giá của những chứng khoán chào bán ra công chúng thường cao hơn giá của các chứng khoán phát hành riêng lẻ.

Một trong những ưu tiên hàng đầu trong chính sách phát triển kinh tế của nhiều nước phát triển thị trường chứng khoán nhằm khuyến khích và huy động vốn dài hạn phục vụ cho mục tiêu phát triển kinh tế quốc dân.

Chào bán chứng khoán ra công chúng với sự tham gia của các tổ chức bảo lãnh phát hành có uy tín, đảm bảo sự thành công của đợt chào bán.

Chào bán chứng khoán ra công chúng được phân biệt giữa chào bán cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và trái phiếu:

- Chào bán cổ phiếu, chứng chỉ quỹ ra công chúng.

Chào bán cổ phiếu, chứng chỉ quỹ ra công chúng bao gồm các hình thức: Chào bán cổ phiếu, chứng chỉ quỹ lần đầu ra công chúng; chào bán thêm cổ phần, chứng chỉ quỹ hoặc quyền mua cổ phần, chứng chỉ quỹ ra công chúng hay còn gọi là chào bán sơ cấp.

+ Chào bán lần đầu ra công chúng (IPO) là hình thức chào bán mà trong đó, cổ phiếu, chứng chỉ quỹ lần đầu tiên được bán rộng rãi ra công chúng. Nếu cổ phiếu, chứng chỉ quỹ bán lần đầu ra công chúng nhằm mục đích tăng vốn gọi là IPO sơ cấp, còn cổ phần được bán lần đầu từ số cổ phần hiện hữu được gọi là IPO thứ cấp.

+ Chào bán sơ cấp là hình thức chào bán thêm cổ phiếu, chứng chỉ quỹ ra công chúng bao gồm:

\* Công ty đại chúng chào bán thêm cổ phiếu ra công chúng hoặc chào bán quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn điều lệ.

\* Công ty đại chúng chào bán thêm cổ phiếu ra công chúng để thay đổi cơ cấu sở hữu nhưng không làm tăng thêm vốn điều lệ.

\* Công ty quản lý quỹ chào bán thêm chứng chỉ quỹ đóng ra công chúng, công ty đầu tư chứng khoán chào bán thêm cổ phiếu ra công chúng.

- Chào bán trái phiếu ra công chúng được thực hiện bằng phương thức duy nhất chào bán sơ cấp

### 3.2. Quản lý Nhà nước đối với phát hành chứng khoán

Thị trường luôn tồn tại những khuyết tật nhất định, sự can thiệp của Nhà nước vào thị trường nhằm giúp cho thị trường hoạt động theo đúng định hướng và đạt được mục tiêu của thị trường chứng khoán là yêu cầu cần thiết quan trọng ở mọi quốc gia trên thế giới. Thị trường chứng khoán nói chung, thị trường sơ cấp nói riêng cũng luôn tồn tại những khuyết tật nhất định; đó là sự bất cân đối về thông tin giữa các chủ thể tham gia vào thị trường. Các nhà đầu tư là những người bị bất lợi về thông tin; sự bất cân đối về thông tin tạo ra sự không công bằng cho các nhà đầu tư cá

nhân, do không có đầy đủ thông tin các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định đầu tư chứng khoán không chính xác, có nhiều rủi ro. Mặt khác, sự bất cân đối về thông tin còn dẫn đến hậu quả làm các nguồn vốn được phân bổ không hiệu quả.

Do đó, sự quản lý của Nhà nước đối với việc phát hành chứng khoán trên thị trường sơ cấp là cần thiết, vừa đảm bảo sự công bằng cho các chủ thể tham gia vào thị trường vừa đảm bảo các nguồn vốn huy động trên thị trường được sử dụng một cách có hiệu quả nhất cho sự phát triển kinh tế xã hội.

Hiện nay, trên thế giới có ba mô hình về sự quản lý của Nhà nước đối với thị trường sơ cấp, đó là: “Quản lý theo chất lượng”, “Quản lý theo mô hình công bố thông tin” và kết hợp hai mô hình trên. Theo cách thức quản lý “công bố thông tin” thì các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán yêu cầu các công ty phát hành phải thực hiện việc công bố thông tin một cách đầy đủ, kịp thời cho tất cả các nhà đầu tư. Theo cách quản lý này, người ta không đưa ra các tiêu chuẩn cho các công ty tham gia vào thị trường, như ở các thị trường chứng khoán phát triển: Mỹ, Anh,... Theo mô hình “Quản lý theo chất lượng”, các cơ quản lý thị trường đưa ra những tiêu chuẩn nhất định để đảm bảo các công ty tham gia vào thị trường phải là những công ty phát triển tương đối ổn định, khả năng phát triển vững chắc. Theo cách quản lý này, người ta ít nhấn mạnh và không chú trọng tới việc công bố thông tin. Cách thức này chủ yếu được áp dụng ở những thị trường mới nổi như: Trung quốc, Malayxia, Philipin,...

Tại hầu hết các nước có thị trường chứng khoán trên thế giới hiện nay, người ta kết hợp giữa hai cách thức quản lý nói trên ở những mức độ khác nhau, ví dụ Thái lan. Nhìn chung, ở các nước phát triển, người ta thực hiện quản lý thị trường theo mô hình

“công bố thông tin”, còn tại các nước đang phát triển, việc quản lý thị trường chứng khoán thường áp dụng mô hình “Quản lý theo chất lượng”.

Với các nước phát triển, hệ thống luật pháp đã tương đối ổn định, nền kinh tế có tính cạnh tranh cao, sự quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán chỉ ở một mức độ nhất định giúp cho thị trường hoạt động có hiệu quả. Ở những nước đang phát triển, các nhà đầu tư, những người tham gia vào thị trường chứng khoán còn thiếu kiến thức, kinh nghiệm tham gia thị trường còn ít; mặt khác, hệ thống luật pháp thiếu và chưa đồng bộ. Để giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư, các nước đang phát triển thực hiện quản lý theo chất lượng. Theo cách thức quản lý này vừa đảm bảo sự phát triển ổn định thị trường vừa tạo niềm tin cho các nhà đầu tư khi tham gia vào thị trường sơ cấp.

## **IV. CHÀO BÁN CHỨNG KHOÁN LẦN ĐẦU RA CÔNG CHÚNG**

### **4.1. Điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng**

Tại hầu hết các nước trên thế giới, các công ty khi thực hiện phát hành chứng khoán ra công chúng đều phải đảm bảo những điều kiện nhất định. Các công ty phát hành phải tuân theo những thủ tục phát hành nghiêm ngặt theo yêu cầu của Ủy ban chứng khoán nhà nước.

Việc chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng, công ty chào bán phải chấp hành những điều kiện, những quy định của Ủy ban chứng khoán nhà nước là do:

Chào bán chứng khoán ra công chúng là việc phát hành chứng khoán cho một số lượng lớn công chúng đầu tư. Để bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư, các chứng khoán phải là chứng khoán có

chất lượng nhất định và các công ty phát hành phải là những công ty có khả năng phát triển, tăng trưởng trong tương lai.

Đồng thời, đây là các công ty lần đầu chào bán ra công chúng, vì vậy các nhà đầu tư ít biết được những thông tin về hiệu quả kinh doanh, về tình hình tài chính, về triển vọng của công ty,... Mặt khác, các công ty tư vấn, công ty môi giới chứng khoán cũng không thể theo dõi, nắm bắt được toàn diện các công ty này trước khi họ thực hiện phát hành chứng khoán. Do đó, việc đưa ra các tiêu chuẩn, các điều kiện đối với công ty lần đầu chào bán chứng khoán ra công chúng nhằm khắc phục tình trạng bất cân xứng về thông tin của các nhà đầu tư.

Mặt khác, ở những nước trong thời kỳ mới xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán, chẳng hạn như Việt nam, việc các công ty chào bán chứng khoán ra công chúng phải tuân thủ những điều kiện nhất định còn là việc tạo dựng niềm tin cho công chúng đầu tư. Thị trường chứng khoán là một lĩnh vực mới mẻ, có nhiều rủi ro, do vậy nhiều người đầu tư sẽ rất dễ đặt, cẩn trọng trong việc lựa chọn thị trường chứng khoán làm nơi gửi gắm các khoản tiết kiệm của mình. Việc đưa vào thị trường chứng khoán những hàng hóa có chất lượng cao trong giai đoạn đầu là đòi hỏi tất yếu và là một trong những biện pháp giúp thị trường chứng khoán phát triển.

Các công ty muốn chào bán chứng khoán ra công chúng phải đạt được các điều kiện nhất định theo quy định của pháp luật. Thông thường bao hàm các điều kiện chủ yếu sau:

+ Điều kiện về quy mô vốn: Công ty phải có mức vốn điều lệ nhất định

+ Điều kiện về tính hiệu quả: Hoạt động kinh doanh có hiệu quả nhất định trong một số năm liên tục trước khi xin phép chào bán chứng khoán ra công chúng.

+ Điều kiện về tính khả thi: Có phương án khả thi về việc sử dụng số vốn huy động được thông qua phát hành chứng khoán...

#### **4.2. Thủ tục chủ yếu chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng**

Chào bán chứng khoán ra công chúng có liên quan đến lợi ích của đông đảo công chúng đầu tư. Để bảo vệ lợi ích của người đầu tư, luật chứng khoán và quy chế phát hành chứng khoán của các nước đều quy định chặt chẽ các điều kiện và thủ tục phát hành, yêu cầu người phát hành phải tuân thủ một cách nghiêm ngặt.

Công ty phát hành chứng khoán mới chào bán ra công chúng phải đăng ký và phải được sự đồng ý (cho phép) của Ủy ban chứng khoán nhà nước.

Muốn thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng, doanh nghiệp phải thực hiện các thủ tục chủ yếu sau:

##### **4.2.1. Nộp hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng**

Để được cấp giấy phép phát hành chứng khoán ra công chúng, công ty phát hành phải nộp hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng Ủy ban chứng khoán nhà nước.

Trước hết, công ty phải lập hồ sơ xin cấp phép phát hành và gửi lên Ủy ban chứng khoán nhà nước. Hồ sơ phải có đầy đủ các tài liệu theo quy định của pháp luật:

- *Hồ sơ đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng gồm có:*
  - a) Đơn đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng;
  - b) Bản cáo bạch;

c) Điều lệ của tổ chức phát hành;

d) Tài liệu chứng minh tổ chức phát hành đáp ứng đủ điều kiện chào bán cổ phiếu ra công chúng theo quy định của pháp luật.

- *Hồ sơ đăng ký chào bán trái phiếu ra công chúng gồm có:*

a) Đơn đăng ký chào bán trái phiếu ra công chúng;

b) Bản cáo bạch;

c) Điều lệ của tổ chức phát hành;

d) Tài liệu chứng minh tổ chức phát hành đáp ứng đủ điều kiện chào bán trái phiếu ra công chúng theo quy định của pháp luật.

- *Hồ sơ đăng ký chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng gồm có:*

a) Đơn đăng ký chào bán chứng chỉ ra công chúng;

b) Bản cáo bạch;

c) Điều lệ quỹ;

d) Hợp đồng giám sát giữa Ngân hàng và công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán.

Các thông tin trong hồ sơ phải chính xác, trung thực, không gây hiểu lầm và có đủ những nội dung quan trọng có thể ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư.

Bản cáo bạch là một trong những tài liệu quan trọng trong hồ sơ xin cấp giấy phép phát hành.

Bản cáo bạch là một tài liệu của tổ chức phát hành trình bày tình hình hoạt động kinh doanh và những thông tin cần thiết về đợt phát hành. Bản cáo bạch phải phản ánh được những thông

tin trung thực, rõ ràng theo yêu cầu của Ủy ban chứng khoán nhà nước nhằm giúp các nhà đầu tư đánh giá đúng đắn về vốn, tài sản, về tình hình và kết quả hoạt động kinh doanh, về triển vọng phát triển của doanh nghiệp phát hành để họ có thể cân nhắc, lựa chọn đưa ra quyết định đầu tư.

Nội dung chủ yếu của bản cáo bạch:

- *Trường hợp chào bán cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng, Bản cáo bạch phải bao gồm các nội dung sau đây:*

a) Thông tin về tổ chức phát hành, bao gồm mô hình tổ chức kinh doanh, tình hình tài chính, kinh doanh, tài sản, Hội đồng quản trị (Hội đồng thành viên), Ban giám đốc và cơ cấu cổ đông (nếu có);

b) Thông tin về đợt chào bán và chứng khoán chào bán, bao gồm điều kiện chào bán, các yếu tố rủi ro, phương án sử dụng tiền thu được từ đợt chào bán;

c) Báo cáo tài chính được kiểm toán của tổ chức phát hành.

d) Các thông tin cần thiết theo quy định của pháp luật.

- *Trường hợp chào bán chứng chỉ ra công chúng, Bản cáo bạch phải bao gồm các nội dung sau đây:*

a) Thông tin cơ bản về công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, ngân hàng giám sát;

b) Mục tiêu đầu tư, chiến lược đầu tư, phương pháp và quy trình đầu tư, hạn chế đầu tư, các yếu tố rủi ro của quỹ đầu tư; quy định về giao dịch với người có liên quan của công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát;

c) Các khoản phí; lệ phí; quy định về chính sách thưởng, phạt căn cứ vào kết quả đầu tư; phương pháp, quy trình xác định

giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư; chế độ kế toán; quy định về kiểm toán; thuế áp dụng với nhà đầu tư; nguyên tắc phân chia thu nhập;

d) Tóm tắt các nội dung cơ bản của Điều lệ quỹ, trong đó có quyền và nghĩa vụ của người đầu tư, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, ngân hàng giám sát, Ban đại diện quỹ, Đại hội đồng nhà đầu tư; thành phần, tổ chức và hoạt động của Đại hội đồng nhà đầu tư, Ban đại diện quỹ và Chủ tịch Ban đại diện quỹ;

d) Phương án phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán và các thông tin hướng dẫn tham gia đầu tư vào quỹ đầu tư chứng khoán; hướng dẫn về việc nhà đầu tư bán lại chứng chỉ cho Quỹ đầu tư chứng khoán dạng mở;

e) Các thông tin cần thiết khác theo quy định của pháp luật.

Sau khi hoàn thành việc chuẩn bị hồ sơ, nhà phát hành nộp hồ sơ lên Ủy ban chứng khoán nhà nước. Trong thời hạn nhất định kể từ ngày nhận được hồ sơ, Ủy ban chứng khoán sẽ xem xét và quyết định cấp hoặc từ chối cấp giấy chứng nhận chào bán chứng khoán ra công chúng.

Trường hợp khi xem xét nếu thấy trong hồ sơ có những thông tin chưa đầy đủ, chưa rõ ràng, Ủy ban chứng khoán nhà nước có thể yêu cầu người phát hành bổ sung, sửa đổi. Các sửa đổi, bổ sung phải bằng văn bản và gửi đến Ủy ban chứng khoán.

Trong thời gian Ủy ban chứng khoán nhà nước xem xét hồ sơ xin cấp giấy phép phát hành, người phát hành cũng như người bảo lãnh phát hành (nếu có) không được thực hiện các hoạt động mang tính chất quảng cáo, chào mời. Không được tiết lộ những thông tin về giá chứng khoán, triển vọng của tổ chức phát hành. Tuy nhiên, người phát hành có thể sử dụng các thông tin trong

bản cáo bạch đã gửi đến Ủy ban chứng khoán nhà nước để thăm dò nhu cầu thị trường.

Nếu hồ sơ đăng ký phát hành đầy đủ và hợp lệ, Ủy ban chứng khoán sẽ chấp thuận việc cấp giấy chứng nhận chào bán chứng khoán ra công chúng. Việc chấp thuận cấp giấy chỉ là sự xác nhận hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng đáp ứng được đủ điều kiện và thủ tục theo quy định của pháp luật mà không hàm ý đảm bảo giá trị của chứng khoán.

Người phát hành phải nộp khoản lệ phí cấp chứng nhận chào bán chứng khoán cho Ủy ban chứng khoán nhà nước theo quy định của pháp luật.

#### **4.2.2. Công bố việc phát hành**

Sau khi hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng có hiệu lực, người phát hành phải công bố Bản thông báo phát hành trên các phương tiện thông tin đại chúng theo quy định của pháp luật. Việc công bố nhằm phổ biến rộng rãi thông tin tới công chúng, tạo sự bình đẳng cho công chúng có cơ hội đầu tư như nhau.

#### **4.2.3. Phân phối chứng khoán ra công chúng**

Việc phân phối chứng khoán chỉ được thực hiện sau khi tổ chức phát hành đảm bảo cho người mua chứng khoán tiếp cận Bản cáo bạch trong hồ sơ đăng ký chào bán có hiệu lực tại các địa điểm nêu trong Bản thông báo phát hành.

Tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh phát hành hoặc tổ chức đại lý phải phân phối chứng khoán một cách công bằng, công khai và phải đảm bảo thời hạn đăng ký mua chứng khoán cho nhà đầu tư tối thiểu trong một số ngày nhất định.

Tổ chức phát hành phải hoàn thành đợt phân phối chứng khoán trong thời hạn tối đa là 90 ngày kể từ ngày hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán có hiệu lực. Trường hợp tổ chức phát hành không thể hoàn thành việc phân phối chứng khoán ra công chúng trong thời hạn quy định trên, Ủy ban chứng khoán nhà nước xem xét gia hạn việc phân phối chứng khoán nhưng tối đa không quá 30 ngày.

Trường hợp đăng ký chào bán chứng khoán cho nhiều đợt thì khoảng cách giữa các đợt chào bán không quá 12 tháng.

Trong quá trình thực hiện việc phân phối chứng khoán, nếu cơ quan quản lý phát hiện người phát hành có những hành vi vi phạm quy định phát hành chứng khoán ra công chúng thì có thể đình chỉ đợt phát hành hoặc thu hồi giấy phép phát hành.

#### **4.2.4. Báo cáo kết quả đợt phát hành**

Kết thúc đợt phát hành, người phát hành phải chuyển giao chứng khoán cho người đầu tư và hoàn thành việc thanh toán, chuyển tiền. Đồng thời, trong một thời gian nhất định sau khi kết thúc đợt phát hành theo quy định, người phát hành phải báo cáo kết quả đợt phát hành với Ủy ban chứng khoán nhà nước.

### **4.3. Các phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng**

Việc chào bán chứng khoán ra công chúng có thể được thực hiện theo các phương thức chủ yếu sau:

#### **4.3.1. Phương thức phát hành trực tiếp**

Phát hành trực tiếp là phương thức mà người phát hành trực tiếp chào bán và phân phối chứng khoán ra công chúng theo giá chào bán đã xác định.

Theo phương thức này, người phát hành phải trực tiếp làm các khâu công việc từ khâu làm thủ tục phát hành cho đến việc bán chứng khoán ra công chúng.

Phát hành theo phương thức này có ưu điểm là chi phí phát hành tương đối thấp. Tuy nhiên thời gian tập trung huy động vốn thường là chậm, kéo dài. Mặt khác, khi thị trường vốn phát triển, có nhiều người phát hành, doanh nghiệp khó có thể nắm được tình hình thị trường và nhu cầu đầu tư, do đó việc phát hành trực tiếp có thể gặp rủi ro. Doanh nghiệp có thể không bán được hết chứng khoán để huy động vốn theo dự kiến kế hoạch.

#### **4.3.2. Phương pháp ủy thác phát hành (phương thức bảo lãnh phát hành)**

Bảo lãnh phát hành được xem là phương pháp phát hành gián tiếp.

Bảo lãnh phát hành là việc tổ chức phát hành cam kết với tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, nhận mua một phần hay toàn bộ chứng khoán của tổ chức phát hành để bán lại hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết của tổ chức phát hành hoặc hỗ trợ tổ chức phát hành trong việc phân phối chứng khoán ra công chúng. Quá trình này bao gồm: tư vấn tài chính, định giá chứng khoán, chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành, phân phối chứng khoán và điều hòa chứng khoán.

Tùy theo luật pháp của mỗi nước cho phép tổ chức bảo lãnh có thể là các tổ chức kinh doanh chứng khoán hoặc các tổ chức tài chính có tiềm lực tài chính mạnh. Tổ chức bảo lãnh có thể tham gia trực tiếp hoặc gián tiếp vào việc phát hành chứng khoán và đóng vai trò quan trọng giúp người phát hành bán chứng khoán ra

công chúng để huy động vốn một cách thuận lợi. Vai trò đó được thể hiện ở các mặt sau:

- *Vai trò tư vấn*: bằng những kinh nghiệm trong hoạt động chứng khoán, người bảo lãnh tư vấn cho doanh nghiệp phát hành về loại chứng khoán sẽ phát hành, thời gian phát hành,... giúp cho việc phát hành của doanh nghiệp được thuận lợi, dễ dàng.

- *Vai trò bảo hiểm rủi ro trong phát hành*: tùy theo hợp đồng ký kết giữa người phát hành và người bảo lãnh mà người bảo lãnh thực hiện vai trò bảo hiểm rủi ro trong phát hành chứng khoán. Người bảo lãnh có thể bảo hiểm rủi ro toàn bộ hoặc một phần. Nếu người bảo lãnh nhận mua toàn bộ số chứng khoán mới phát hành và bán chứng khoán đó ra công chúng thì người bảo lãnh đã gánh chịu rủi ro toàn bộ thay cho doanh nghiệp phát hành khi chứng khoán không bán hết hoặc buộc phải bán với giá thấp hơn giá dự kiến.

- *Vai trò phân phối chứng khoán*: phân phối chứng khoán là việc thực hiện việc bán chứng khoán ra công chúng. Người bảo lãnh là những người am hiểu thị trường, có mối quan hệ rộng rãi với khách hàng, với người đầu tư. Mặt khác, người bảo lãnh có cả một hệ thống mạng lưới chuyên nghiệp, do đó họ có thể dễ dàng thực hiện việc bán chứng khoán ra công chúng.

Thông thường có các hình thức bảo lãnh phát hành sau:

- *Bảo đảm chắc chắn*: là hình thức bảo lãnh phát hành mà người bảo lãnh nhận mua toàn bộ số chứng khoán mới phát hành theo giá thỏa thuận với người phát hành và bán chứng khoán ra công chúng. Nếu người bảo lãnh không bán hết thì họ sẽ là người mua cho chính mình. Như vậy người bảo lãnh là người đảm bảo tiêu thụ toàn bộ số chứng khoán cho người phát hành dù họ có bán

hết số chứng khoán đó hay không và họ cũng là người gánh chịu rủi ro trong việc phát hành. Số tiền mà người bảo lãnh phát hành nhận được là khoản chênh lệch giữa giá chào bán chứng khoán ra công chúng với giá thỏa thuận với người phát hành. Hình thức bảo lãnh chắc chắn thường được áp dụng đối với những người phát hành có uy tín, có hiệu quả kinh doanh tốt, ổn định.

- *Bảo lãnh dự phòng*: là hình thức bảo lãnh mà tổ chức bảo lãnh cam kết mua số chứng khoán còn lại mà người phát hành chưa bán hết để bán ra công chúng. Hình thức này thường được áp dụng khi một công ty phát hành bổ sung thêm cổ phiếu thường. Khi đó cần phải bảo vệ quyền lợi cho các cổ đông hiện hành, công ty phải chào bán cổ phiếu bổ sung cho các cổ đông hiện hữu trước khi chào bán cổ phiếu ra công chúng, tất nhiên sẽ có một số cổ đông không muốn mua thêm cổ phiếu của công ty. Do vậy, công ty cần có một tổ chức sẵn sàng mua những quyền mua không được thực hiện và chuyển thành những cổ phiếu để phân phối ra công chúng.

- *Cố gắng tối đa*: là hình thức bảo lãnh mà người bảo lãnh đóng vai trò người đại lý cho người phát hành. Họ sẽ cố gắng tới mức cao nhất để bán số chứng khoán mới phát hành, số chứng khoán không bán hết sẽ được trả lại cho người phát hành. Người bảo lãnh được nhận hoa hồng trên số chứng khoán bán ra.

- *Tất cả hoặc là không*: hình thức này được áp dụng khi tổ chức phát hành chứng khoán cần một số vốn nhất định để đáp ứng nhu cầu vốn kinh doanh. Theo hình thức này, yêu cầu người bảo lãnh đảm bảo huy động đủ số vốn tối thiểu, nếu không thực hiện được, đợt phát hành phải bị hủy bỏ.

Trong đợt bảo lãnh phát hành, các chủ thể tham gia bao gồm: Tổ hợp bảo lãnh phát hành, người bảo lãnh, nhóm đại lý phân phối.

Tổ hợp bảo lãnh phát hành là người mua hoặc chào bán chứng khoán của tổ chức phát hành để thực hiện việc phân phối chứng khoán ra công chúng. Do bảo lãnh phát hành là một nghiệp vụ có nhiều rủi ro nên các tổ chức bảo lãnh thường lập ra tổ hợp bảo lãnh phát hành để việc phân phối chứng khoán được nhanh chóng, có hiệu quả cao và chia sẻ rủi ro.

*Người bảo lãnh chính:* người phát hành lựa chọn trong tổ hợp bảo lãnh người quản lý chính (người bảo lãnh chính). Người bảo lãnh chính được phép thay mặt các thành viên trong tổ hợp bảo lãnh để giải quyết các vấn đề liên quan đến đợt phân phối chứng khoán. Quyền hạn và nghĩa vụ của người bảo lãnh chính được quy định trong hợp đồng giữa các tổ chức bảo lãnh tham gia đợt phát hành.

*Nhóm đại lý phân phối:* là các công ty mà tổ chức bảo lãnh chính giành cho các công ty này quyền phân phối chứng khoán ra công chúng. Các tổ chức bảo lãnh mua chứng khoán trực tiếp từ tổ chức phát hành, còn các đại lý phân phối mua chứng khoán từ tổ chức bảo lãnh chính hoặc của các thành viên rồi thực hiện bán chứng khoán ra công chúng. Đại lý phân phối không đóng vai trò của một tổ chức bảo lãnh. Một tổ chức bảo lãnh có thể là một đại lý phân phối và là thành viên của nhóm đại lý phân phối.

Quá trình chào bán chứng khoán qua người bảo lãnh được tiến hành qua các bước chủ yếu sau:

Tại những nước có thị trường chứng khoán phát triển, quá trình bảo lãnh phát hành được thực hiện qua bốn bước cơ bản: phân tích và đánh giá khả năng phát hành, lập hồ sơ xin phép phát hành, phân phối chứng khoán, ổn định thị trường.

- *Phân tích và đánh giá khả năng phát hành:* trước khi hợp đồng bảo lãnh phát hành được ký kết, tổ chức bảo lãnh đóng vai

trò một nhà tư vấn tài chính cho doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp phát hành khẳng định nhu cầu vốn, cần huy động thông qua phát hành chứng khoán, công ty tiến hành liên hệ với tổ chức bảo lãnh. Tổ chức bảo lãnh kết hợp với công ty phát hành hình thành nhóm nghiên cứu tiền khả thi để chuẩn bị phát hành. Nhóm này bao gồm các nhân viên phân tích của tổ chức bảo lãnh và các cán bộ của tổ chức phát hành.

- *Chuẩn bị hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng:*

Sau khi công ty quyết định huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán, Hội đồng quản trị công ty lựa chọn tổ chức bảo lãnh đồng thời thực hiện ký hợp đồng bảo lãnh giữa đại diện tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh. Việc chuẩn bị hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng phải có sự tham gia của các chuyên gia tài chính, kế toán và pháp luật.

Luật pháp của hầu hết các nước có thị trường chứng khoán đều quy định, tổ chức bảo lãnh phát hành phải chịu trách nhiệm liên đới đối với hồ sơ xin phép phát hành của tổ chức phát hành chứng khoán. Điều đó có nghĩa là, nếu hồ sơ xin phép phát hành có sai sót, thiếu trung thực, không đầy đủ,... tổ chức bảo lãnh phát hành phải chịu trách nhiệm. Quy định như vậy của pháp luật nhằm đảm bảo tính đúng đắn đầy đủ, hợp pháp của các thông tin đưa ra trong bản cáo bạch cũng như trong hồ sơ xin phép phát hành. Tuy nhiên, điều đó không có nghĩa là tổ chức bảo lãnh thay thế trách nhiệm của tổ chức phát hành và các thành viên liên quan khác như công ty kiểm toán, hội đồng quản trị,...

Công ty phát hành sau khi lựa chọn được người quản lý chính, người quản lý chính có trách nhiệm thành lập tổ hợp bảo lãnh. Tổ chức bảo lãnh tham gia tổ hợp bảo lãnh phát hành hoặc

được tổ chức bảo lãnh chính lựa chọn hoặc ngân hàng đầu tư tự tiếp xúc với tổ chức bảo lãnh chính. Đồng thời với việc thành lập tổ hợp bảo lãnh, tổ chức bảo lãnh chính có thể hình thành các nhóm bán đó là các đại lý phân phối chứng khoán.

**Định giá chứng khoán** của đợt phát hành được tiến hành bàn bạc giữa tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh chính.

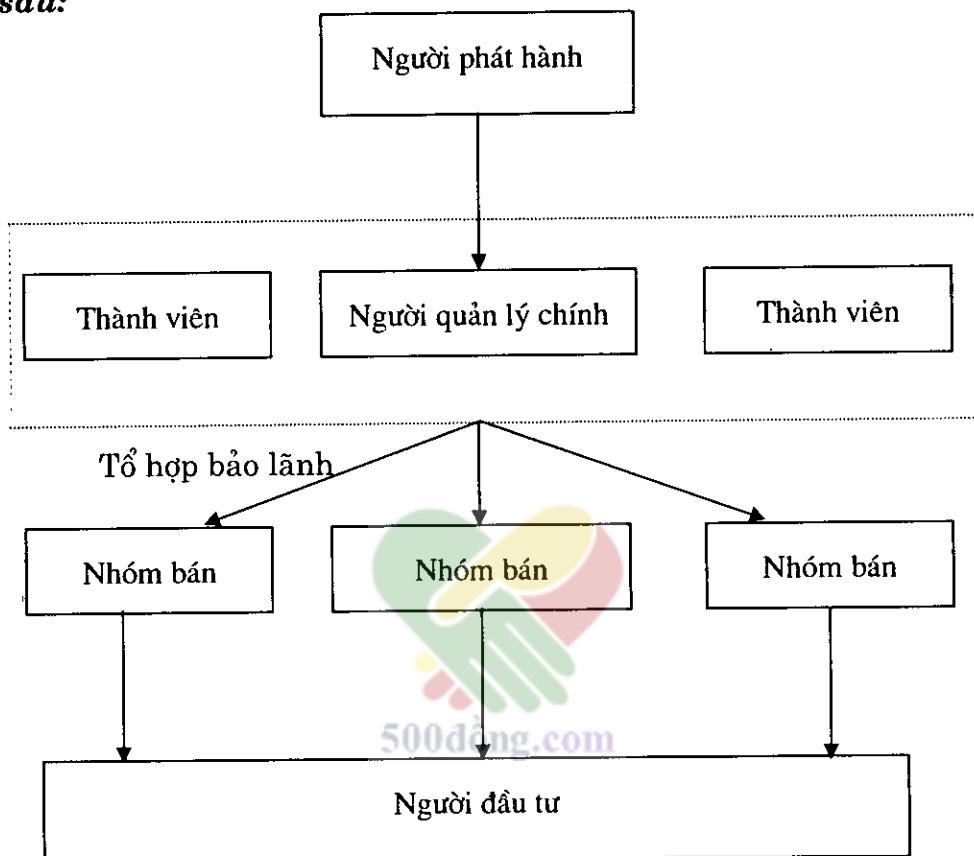
**Nộp hồ sơ xin phép bảo lãnh phát hành:** cùng với việc giúp công ty phát hành lập và nộp hồ sơ xin phép phát hành lên Ủy ban chứng khoán nhà nước, tổ chức bảo lãnh cũng phải gửi hồ sơ xin phép bảo lãnh lên Ủy ban chứng khoán chứng khoán nhà nước.

*- Phân phối chứng khoán:*

Phân phối chứng khoán ra công chúng phải được thực hiện sau khi được Ủy ban chứng khoán nhà nước đồng ý cấp phép phát hành. Công ty phát hành và tổ chức bảo lãnh có thể sử dụng một số thông tin để thăm dò thị trường cho chứng khoán sắp phát hành. Khi hồ sơ xin phép phát hành được Ủy ban chứng khoán nhà nước chấp thuận, tổ chức bảo lãnh cùng với các đại lý phân phối tiến hành xử lý các phiếu đặt mua, nhận tiền đặt cọc và lập sổ phân phối chứng khoán. Sau đó là quá trình các nhóm bán thực hiện bán chứng khoán cho các nhà đầu tư. Số lượng người bán của một nhóm bán tùy thuộc vào số lượng chứng khoán bán ra. Các thành viên của nhóm bán sẽ thỏa thuận với nhau những vấn đề cần thiết liên quan đến việc bán chứng khoán như thể thức bán, bình ổn và điều hòa thị trường,...

Tùy theo mức độ và trách nhiệm tham gia vào việc phát hành, các thành viên sẽ nhận được khoản tiền khác nhau. Trên cơ sở thương lượng phân phối, số tiền bảo lãnh được phân chia cho người bảo lãnh chính, các thành viên của tổ hợp bảo lãnh, hoa hồng giành cho người bán,...

*Sơ đồ phát hành qua người bảo lãnh có thể mô tả như sau:*



#### *4.3.3. Chào bán chứng khoán qua đấu thầu hay đấu giá*

Chào bán chứng khoán qua đấu thầu hay đấu giá là một trong những phương pháp chào bán chứng khoán mới. Nội dung cơ bản của phương pháp này thể hiện ở những điểm chủ yếu sau:

- Công bố thông tin thông báo đấu thầu hay đấu giá: Sau khi người phát hành đã chuẩn bị xong các công việc phát hành và bản đăng ký phát hành đã được Ủy ban chứng khoán chuẩn y,

người phát hành thông báo và mời các nhà đầu tư tham gia đấu thầu. Trong thông báo cần cung cấp các thông tin cần thiết về đợt đấu thầu hay đấu giá: tổng số vốn cần huy động, đặc điểm của loại chứng khoán phát hành, phương thức đấu thầu, thời hạn đăng ký đấu thầu, ngày mở thầu và địa điểm tổ chức đấu thầu, hình thức thanh toán khôi lượng chứng khoán đấu thầu,...

- Đăng ký tham gia đấu thầu hay đấu giá và đặt cọc tiền: Sau khi nhận được thông tin các tổ chức và cá nhân muốn tham gia đấu thầu hay đấu giá phải làm thủ tục đăng ký tham gia đấu thầu hay đấu giá gửi tới tổ chức đấu thầu và nộp tiền đặt cọc.

- Gửi hồ sơ dự thầu hay bỏ phiếu tham gia đấu giá: Trường hợp đấu thầu trái phiếu, người tham gia nộp hồ sơ dự thầu cho tổ chức đấu thầu.

Trường hợp tham gia đấu giá cổ phiếu, nhà đầu tư có thể lựa chọn bỏ phiếu trực tiếp tại nơi đấu giá hoặc tại đại lý nơi mình đăng ký tham gia đấu giá hoặc gửi qua bưu điện.

Tổ chức đấu thầu hay đấu giá sẽ quy định thời hạn cuối cùng kết thúc việc nhận hồ sơ hay phiếu tham gia đấu giá.

- Thực hiện mở thầu hay thực hiện đấu giá: Vào ngày giờ đã quy định, Ban đấu thầu hay đấu giá tiến hành mở hộp phiếu. Căn cứ vào phương thức đã công bố, Ban đấu thầu hay đấu giá xác định giá đấu thành công và lập báo cáo kết quả đấu giá, lập biên bản đấu giá và tiếp đó công bố công khai kết quả.

- Thông báo kết quả: Kết quả đấu thầu hay đấu giá chung được công bố công khai trên phương tiện thông tin đại chúng.

- Thanh toán tiền và phân phối chứng khoán: Trong một thời gian nhất định sau ngày công bố kết quả, nhà đầu tư thanh toán tiền mua chứng khoán, tổ chức đấu thầu hay

đấu giá và chuyển chứng khoán cho nhà đầu tư đồng thời trả lại tiền đặt cọc cho số nhà đầu tư đã đăng ký và tham dự đấu thầu hay đấu giá hợp lệ nhưng không mua được chứng khoán.

Chào bán bằng cách đấu thầu hay đấu giá được coi là “cơ chế phát hiện giá”, có sự cạnh tranh. Điều đó có lợi cho người phát hành. Tuy nhiên, để tham gia đấu thầu hay đấu giá đòi hỏi những người tham gia phải nắm vững được tình hình của người phát hành. Vì thế, người ta thường chỉ sử dụng phương pháp này cho những đợt phát hành chứng khoán cần huy động một lượng vốn lớn./.



## Chương 4

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THỨ CẤP

## I. ĐẶC ĐIỂM VÀ CƠ CẤU CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THỨ CẤP

Thị trường chứng khoán thứ cấp là thị trường giao dịch các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường chứng khoán sơ cấp.

### 1.1. Đặc điểm của thị trường thứ cấp

- *Thị trường có tính chất cạnh tranh hoàn hảo.*

Việc mua bán chứng khoán được thực hiện chủ yếu thông qua cạnh tranh; giá chứng khoán hình thành trên cơ sở cung cầu, không một người hoặc một tổ chức nào đó quyền áp đặt, hoặc định giá độc đoán theo ý mình được.

Thông tin trên thị trường đều được công bố kịp thời và công khai cho mọi thành viên trên thị trường và công chúng.

- *Thị trường có tính liên tục.*

Thị trường thứ cấp là thị trường có tính liên tục bởi thị trường này tạo ra cơ hội cho các nhà đầu tư mua bán chứng khoán một cách thường xuyên. Các chứng khoán niêm yết được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán, các chứng khoán chưa niêm yết được giao dịch trên thị trường phi tập trung (OTC). Tại thị trường này, các giao dịch được thực hiện theo những thủ tục và nguyên tắc xác định, đảm bảo một khối lượng lớn các giao dịch có thể được giải quyết một cách nhanh chóng.

- *Khối lượng và nhịp độ giao dịch lớn gấp nhiều lần so với thị trường chứng khoán sơ cấp.*

Sau khi chứng khoán được phát hành thường được mua đi bán lại nhiều lần trên thị trường chứng khoán thứ cấp nhất là đối với cổ phiếu.

- *Hoạt động chủ yếu của thị trường chứng khoán thứ cấp là các nhà đầu tư thực hiện thực hiện chuyển giao quyền sở hữu chứng khoán và tiền cho nhau.*

## 1.2. Cấu trúc của thị trường thứ cấp

Dựa theo tiêu thức nhất định có thể chia thị trường thứ cấp thành các loại thị trường khác nhau. Có một số cách phân chia chủ yếu sau đây thường được sử dụng:

- *Theo tính chất tổ chức của thị trường:* Có thể phân biệt thị trường chứng khoán tập trung và thị trường chứng khoán phi tập trung.

Thị trường chứng khoán tập trung hay thị trường chứng khoán có tổ chức thực hiện mua bán các loại chứng khoán niêm yết được tổ chức một cách chặt chẽ. Thường chỉ có chứng khoán của các doanh nghiệp lớn, doanh nghiệp có uy tín mới có đủ tiêu chuẩn niêm yết để được mua bán trên thị trường này. Việc giao dịch chủ yếu được thực hiện theo phương thức khớp lệnh tập trung.

Thị trường chứng khoán phi tập trung (over the counter market - OTC Market) là thị trường giao dịch các chứng khoán chưa niêm yết được các Công ty chứng khoán thực hiện qua mạng điện thoại điện tín.

- *Theo loại hàng hóa giao dịch trên thị trường:* Có thể phân biệt thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu. Ngoài ra, ở

những nước có thị trường chứng khoán phát triển ở mức độ cao còn có thị trường chứng khoán phái sinh.

## **II. SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN**

### **2.1. Khái niệm và chức năng của Sở giao dịch chứng khoán**

Sở giao dịch chứng khoán là một pháp nhân được thành lập theo quy định của pháp luật thực hiện việc tổ chức giao dịch chứng khoán cho chứng khoán của tổ chức phát hành đủ điều kiện niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán.

Xem xét theo tính chất tổ chức thị trường, Sở giao dịch là thị trường chứng khoán tập trung, trong đó việc giao dịch chứng khoán được thực hiện tại một địa điểm tập trung là sàn giao dịch hay qua hệ thống máy tính điện tử do các thành viên giao dịch của sở thực hiện. Các chứng khoán được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán thông thường là chứng khoán của các công ty có uy tín, công ty lớn đáp ứng đủ điều kiện hay tiêu chuẩn niêm yết.

Chức năng chủ yếu của Sở giao dịch chứng khoán là tổ chức, quản lý, giám sát để đảm bảo cho việc mua bán chứng khoán ở Sở giao dịch thực hiện một cách công bằng, công khai, minh bạch và trôi chảy thông suốt hay nói cách khác Sở giao dịch tạo ra một thị trường mua bán chứng khoán và duy trì hoạt động của thị trường đó diễn ra một cách trật tự và công bằng. Chức năng của Sở giao dịch chứng khoán được thể hiện ở nội dung chủ yếu sau:

- Cung cấp, đảm bảo cơ sở vật chất kĩ thuật cho việc giao dịch chứng khoán: Cung cấp địa điểm và hệ thống giao dịch. Đảm bảo cho việc giao dịch chứng khoán diễn ra thông suốt, tuân thủ đúng các quy định của quy chế, pháp luật về giao dịch chứng khoán và giá cả giao dịch được thể hiện công khai.

- Tổ chức niêm yết và giám sát các chứng khoán niêm yết, các tổ chức niêm yết: Sở giao dịch thiết lập và duy trì các chuẩn mực cao đối với chứng khoán được niêm yết, thường xuyên giám sát các hoạt động của các công ty, tổ chức niêm yết và yêu cầu các tổ chức này thực hiện công bố thông tin đầy đủ, chính xác, kịp thời và công bằng theo quy định của pháp luật nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư.

- Tổ chức và giám sát chặt chẽ quá trình giao dịch chứng khoán: Sở giao dịch Tổ chức hoạt động giao dịch chứng khoán, đồng thời giám sát chặt chẽ đảm bảo cho các giao dịch thực hiện đúng quy chế, công bằng, công khai, minh bạch và làm cho giá cả chứng khoán được hình thành, được xác định công khai, hợp thức. Mặt khác, phải kịp thời phát hiện và ngăn chặn các hành vi, hoạt động giao dịch phi pháp.

- Giám sát chặt chẽ những người tham dự vào quá trình giao dịch: Sở giao dịch chứng khoán thường xuyên giám sát chặt chẽ các thành viên của Sở giao dịch và các tổ chức khác liên quan đến quá trình giao dịch đảm bảo cho thị trường hoạt động an toàn và hiệu quả nhằm duy trì sự tin tưởng của nhà đầu tư với thị trường.

Sở giao dịch không trực tiếp ấn định giá cho bất kỳ loại chứng khoán nào đang được mua bán ở Sở giao dịch chứng khoán đó. Giá chứng khoán ở Sở giao dịch phụ thuộc vào cung, cầu của chứng khoán đó tại một thời điểm nhất định. Sở giao dịch chỉ đưa ra các quy định nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho cung và cầu chứng khoán gặp nhau.

## 2.2. Hình thức sở hữu và cơ cấu tổ chức Sở giao dịch chứng khoán

### 2.2.1. Hình thức sở hữu

Sở giao dịch chứng khoán là một tổ chức được thành lập theo quy định của pháp luật. Trên thế giới có ba hình thức sở hữu hay ba mô hình tổ chức Sở giao dịch chứng khoán:

- *Hình thức sở hữu nhà nước*: Theo mô hình này Chính phủ đứng ra thành lập, quản lý và sở hữu toàn bộ hay một phần vốn của Sở giao dịch chứng khoán. Hình thức sở hữu này có những ưu điểm chủ yếu sau: Thông thường hình thức này thích hợp trong giai đoạn đầu hình thành và phát triển thị trường chứng khoán ở những nước đang phát triển. Mặt khác, đây là mô hình tổ chức phi lợi nhuận, nên bảo vệ được quyền lợi của các nhà đầu tư. Hơn nữa, trong những trường hợp cần thiết, Nhà nước có thể kịp thời áp dụng các biện pháp để đảm bảo cho thị trường hoạt động ổn định và lành mạnh. Tuy nhiên, khi thị trường đã phát triển ở mức độ nhất định, hình thức này cũng bộc lộ những hạn chế như: Sở giao dịch thiếu tính độc lập, thiếu sự năng động, chi phí cao và kém hiệu quả v.v.v.

- *Hình thức sở hữu thành viên*: Theo mô hình này Sở giao dịch chứng khoán là tổ chức phi lợi nhuận, các thành viên của Sở mà thông thường là các công ty chứng khoán là người sở hữu và quản lý trực tiếp Sở giao dịch. Hình thức tổ chức này phát huy được tính chủ động của Sở giao dịch với tư cách là một tổ chức tự quản đồng thời cũng làm cho Sở giao dịch hoạt động linh hoạt hơn, giảm được chi phí và tăng được hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, trong điều kiện hiện nay, Sở giao dịch chứng khoán ở các nước đang phải đối mặt với cuộc cạnh tranh cao trong ngành kinh

doanh chứng khoán trên phạm vi toàn cầu, mô hình sở hữu thành viên tỏ ra thiếu tính linh hoạt cần thiết.

- *Hình thức công ty cổ phần:* Đây cũng là mô hình tổ chức Sở giao dịch chứng khoán hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận. Thông thường, trong thời kỳ đầu chuyển đổi mô hình sở hữu, nhiều Sở giao dịch chứng khoán được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần nội bộ. Theo hình thức này, cổ đông của Sở giao dịch thường chỉ giới hạn trong phạm vi là các tổ chức tài chính lớn như các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại, các công ty bảo hiểm và công ty tài chính... Khi Sở giao dịch đã hoạt động ổn định và phát triển ở mức độ nhất định sẽ chuyển sang hình thức công ty cổ phần đại chúng và khi đó, Sở sẽ phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng và có thể thực hiện niêm yết cổ phiếu. Sở GDCK tổ chức dưới hình thức là công ty cổ phần được áp dụng như ở Cộng hoà liên bang Đức, ở Anh, Singgapo v.v.v. Ưu điểm chủ yếu của mô hình này là phát huy cao được tính độc lập, năng động của Sở giao dịch; thúc đẩy nâng cao trình độ quản lý, năng lực cạnh tranh và tăng hiệu quả hoạt động của sở. Tuy vậy, tổ chức Sở giao dịch theo mô hình này thì cơ chế quản trị Sở GDCK sẽ phức tạp hơn, nhiều nhà kinh tế cũng đã cảnh báo tổ chức theo mô hình này nếu thực hiện việc quản lý không tốt có thể xảy ra sự xung đột lợi ích giữa Sở GDCK và nhà đầu tư.

Trong lịch sử phát triển Sở giao dịch chứng khoán trên thế giới, mô hình Sở giao dịch là tổ chức của các thành viên (mô hình phi lợi nhuận) được áp dụng phổ biến nhất. Tuy nhiên, trong những năm gần đây nhiều Sở giao dịch đã chuyển đổi từ mô hình phi lợi nhuận sang mô hình lợi nhuận dưới hình thức một công ty cổ phần do nhiều cổ đông sở hữu ví dụ điển hình như Sở giao dịch chứng khoán TOKYO của Nhật từ hình thức tổ chức của các thành viên đã chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần vào tháng 11

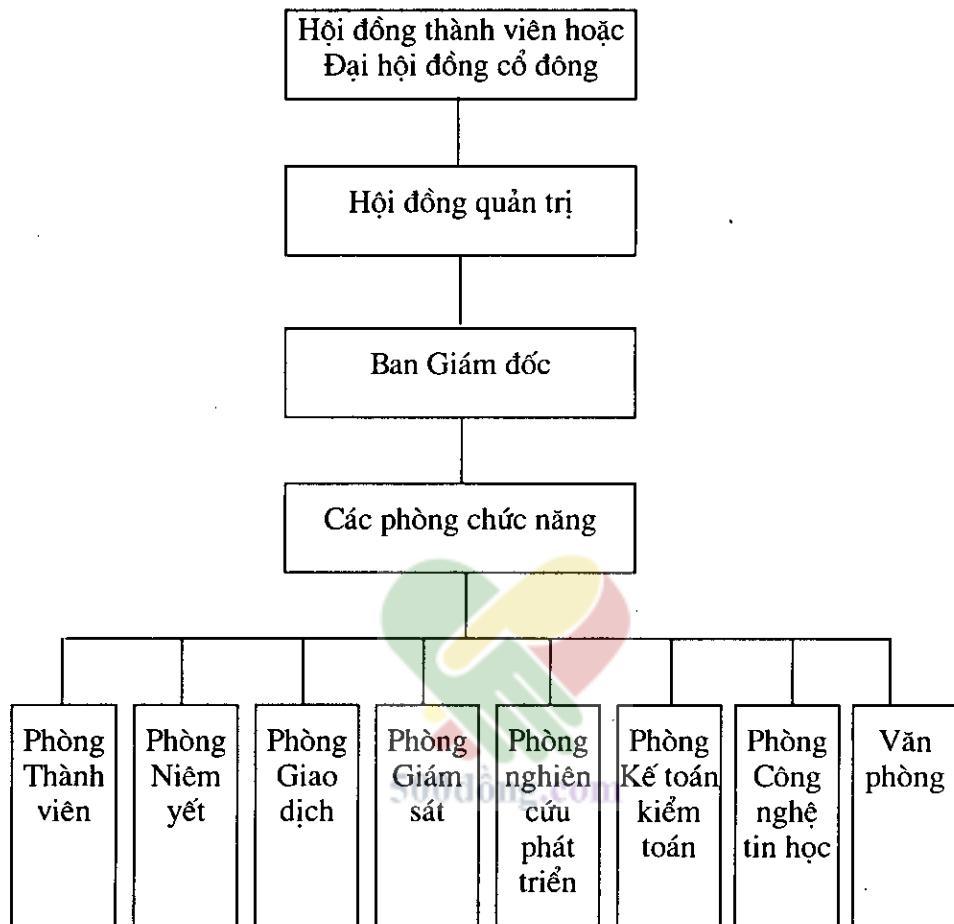
năm 2001. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến xu hướng chuyển đổi hình thức sở hữu là do mức độ cạnh tranh cao trong ngành kinh doanh chứng khoán và cạnh tranh giữa các Sở giao dịch chứng khoán. Hiện nay, các Sở giao dịch đang phải đổi mới với cuộc cạnh tranh toàn cầu với mức độ ngày càng gia tăng. Để đương đầu với các khó khăn, thách thức trong cạnh tranh, các Sở giao dịch phải nâng cao năng lực của mình, đồng thời phải chuyển đổi hình thức sở hữu phù hợp và nâng cấp quản lý tạo cho Sở giao dịch hoạt động năng động, linh hoạt và hiệu quả hơn.

Trên đây là ba mô hình tổ chức Sở giao dịch chứng khoán, xem xét mô hình tổ chức Sở giao dịch có thể thấy, không có một mô hình tổ chức nào được coi là lý tưởng để áp dụng chung cho mọi nước trên thế giới. Mỗi Sở giao dịch có thể áp dụng mô hình tổ chức khác nhau cho từng giai đoạn phát triển. Vấn đề quan trọng là phải đánh giá đúng các lợi ích và những điểm bất lợi của mô hình tổ chức khi lựa chọn áp dụng trong mỗi giai đoạn phát triển của thị trường chứng khoán với điều kiện hoàn cảnh cụ thể của mỗi nước.

500đồng.com

### **2.2.2. Cơ cấu tổ chức Sở giao dịch chứng khoán**

Mặc dù có những mô hình tổ chức khác nhau và từ đó việc tổ chức của mỗi Sở giao dịch chứng khoán cũng có những đặc điểm riêng biệt, nhưng nhìn chung cơ cấu tổ chức của một Sở giao dịch có những bộ phận chủ yếu theo sơ đồ sau:



*- Hội đồng quản trị*

Hội đồng quản trị là cơ quan quản lý Sở giao dịch. Thông thường, ở các nước hội đồng quản trị có quyền đưa ra các quyết định liên quan đến quản trị hoạt động của Sở giao dịch như:

- + Đinh chỉ và rút giấy phép thành viên
- + Chấp thuận hay đình chỉ và hủy bỏ niêm yết các chứng khoán.

- + Quản lý ngân sách, thu, chi hàng năm của Sở giao dịch.
- + Ban hành và sửa đổi các quy chế hoạt động của Sở giao dịch.
- + Giám sát hoạt động của các thành viên
- + Xử phạt các hành vi vi phạm quy chế của Sở giao dịch

Hội đồng quản trị gồm một số lượng thành viên nhất định, trong đó bao gồm có Chủ tịch và một hay một số phó chủ tịch. Thông thường ở các nước, trong thành phần của hội đồng quản trị được cơ cấu như sau:

- + Các thành viên hội đồng quản trị đại diện cho các công ty thành viên. Số thành viên hội đồng quản trị này được bầu chọn tại Đại hội đồng thành viên của Sở giao dịch chứng khoán.
- + Các thành viên Hội đồng quản trị đại diện cho công chúng. Số thành viên này không phải là người của các công ty chứng khoán thành viên. Số thành viên đại diện cho công chúng trong hội đồng quản trị cần có kiến thức, kinh nghiệm cũng như quan tâm đến sự phát triển của thị trường chứng khoán, số thành viên này cũng do các công ty chứng khoán thành viên bầu chọn tại Đại hội đồng thành viên. Việc cơ cấu các thành viên đại diện cho công chúng trong hội đồng quản trị nhằm bảo vệ người đầu tư và lợi ích công cộng, đảm bảo tính độc lập và công bằng của quá trình ra quyết định của hội đồng quản trị.
- + Các thành viên của Hội đồng quản trị là Giám đốc điều hành. Số thành viên này do chủ tịch Hội đồng quản trị lựa chọn bổ nhiệm và được sự chấp thuận của các thành viên khác trong Hội đồng quản trị hay của Đại hội đồng thành viên của Sở giao dịch theo quy định trong Điều lệ của Sở giao dịch.

Đối với Sở giao dịch chứng khoán do Chính phủ đứng ra thành lập, thông thường Chủ tịch và phó Chủ tịch Hội đồng quản

trị là người do Chính phủ bổ nhiệm, ngoài ra trong hội đồng quản trị còn có một số thành viên khác đại diện của Chính phủ.

Hội đồng của quản trị Sở giao dịch chứng khoán TOKYO (TSE) trước năm 2001 có 27 thành viên, trong đó có 1 Chủ tịch hội đồng quản trị, 14 thành viên đại diện cho các công ty chứng khoán thành viên của Sở giao dịch, 6 thành viên đại diện cho công chúng và 6 thành viên là giám đốc điều hành.

- *Ban giám đốc điều hành.*

Ban Giám đốc điều hành chịu trách nhiệm điều hành hoạt động hàng ngày của Sở giao dịch.

Ban giám đốc điều hành bao gồm tổng giám đốc mà thông thường một phó chủ tịch hội đồng quản trị kiêm nhiệm chức vụ này và các giám đốc điều hành khác.

- Các Ban, Phòng của Sở giao dịch chứng khoán.

Để thực hiện chức năng của mình, Sở giao dịch tổ chức các Ban, Phòng chức năng. Tùy theo quy mô và đặc điểm hoạt động của thị trường mà Sở giao dịch tổ chức các bộ phận cụ thể, có thể thấy một số điểm chung sau:

+ Các Ban của Sở giao dịch: việc tổ chức các Ban là nhằm thực hiện chức năng tư vấn hỗ trợ cho Hội đồng quản trị và Ban giám đốc điều hành trong một lĩnh vực nhất định chẳng hạn Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc tổ chức các Ban: Ban tư vấn về công bố thông tin của công ty, Ban hoạt động thị trường, Ban tư vấn về các công cụ phát sinh, Ban tư vấn quốc tế hóa thị trường chứng khoán, Ban kí luật.

+ Các phòng chức năng: các phòng này thực hiện các nghiệp vụ hoạt động hàng ngày của sở giao dịch, thông thường việc tổ chức các phòng được dựa trên cơ sở 3 khối công việc chủ yếu sau:

Các phòng chuyên môn:

- \* Phòng giao dịch
- \* Phòng thành viên
- \* Phòng niêm yết
- \* Phòng giám sát thị trường

Các phòng hỗ trợ:

- \* Phòng kế hoạch và nghiên cứu
- \* Phòng hệ thống điều hành
- \* Phòng đối ngoại

Các phòng hành chính nhân sự.

## **2.3. Thành viên giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán**

### **2.3.1. Tiêu chuẩn thành viên**

Tùy theo luật pháp của mỗi nước quy định, thành viên giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán có thể là thể nhân hay pháp nhân. Hiện nay, xu hướng chung chung ở nhiều nước quy định thành viên của Sở giao dịch chứng khoán phải là pháp nhân, thí dụ: ở Hàn Quốc quy định chỉ có công ty chứng khoán mới được làm thành viên của Sở giao dịch.

Để trở thành thành viên của Sở giao dịch chứng khoán, trước hết phải đáp ứng được các tiêu chuẩn thành viên của sở. Mỗi Sở giao dịch chứng khoán đều đề ra những tiêu chuẩn nhất định về thành viên của mình dựa trên cơ sở tình hình phát triển của thị trường chứng khoán cũng như sự phát triển của công ty chứng khoán v.v.v. Thông thường, các tiêu chuẩn đề ra là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán phải có tình trạng tài chính vững mạnh,

trang thiết bị tốt và có trình độ chuyên môn cao, đủ khả năng thực hiện các hoạt động nghiệp vụ về chứng khoán<sup>1</sup>.

Nhìn chung, tiêu chuẩn là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán được xem xét trên các khía cạnh chủ yếu sau:

+ Yêu cầu về tài chính: Thông thường yêu cầu đặt ra là thành viên phải có một số vốn tối thiểu nhất định. Việc quy định các số vốn tối thiểu chủ yếu là nhằm đảm bảo cho thành viên của Sở có đủ năng lực tài chính thực hiện hoạt động nghiệp vụ bình thường, tạo sự tin tưởng của khách hàng đối với các thành viên.

+ Yêu cầu về nhân sự: Một số tổ chức (như công ty chứng khoán) để trở thành thành viên Sở giao dịch đòi hỏi phải có Ban giám đốc và đội ngũ chuyên gia có năng lực, trình độ chuyên môn cao về kinh doanh chứng khoán và có phẩm chất đạo đức tốt. Yêu cầu này cũng nhằm đảm bảo cho hoạt động mua bán chứng khoán ở Sở giao dịch thực hiện được một cách công bằng và lành mạnh.

+ Yêu cầu về cơ sở vật chất kĩ thuật: Tổ chức là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán phải đáp ứng điều kiện cơ sở vật chất kĩ thuật đảm bảo hoạt động giao dịch chứng khoán ở Sở giao dịch.

Để trở thành thành viên Sở giao dịch, công ty chứng khoán phải làm đơn và hồ sơ nộp cho Sở giao dịch chứng khoán. Việc xem xét kết nạp thành viên của Sở được thực hiện theo trình tự thủ tục nhất định do Sở giao dịch chứng khoán quy định.

### 2.3.2. Các loại thành viên

Dựa theo tiêu thức nhất định người ta có thể phân biệt các loại thành viên khác nhau. Thông thường, căn cứ vào chức năng,

---

<sup>1</sup> \* Riêng đối với Sở giao dịch chứng khoán New York để trở thành viên của của Sở ngoài tiêu chuẩn nghiệp vụ chuyên môn, tiêu chuẩn đạo đức còn phải tham gia đấu giá "ghế" thành viên.

vai trò hoạt động có thể chia thành viên của Sở giao dịch chứng khoán làm hai loại: Nhà môi giới chứng khoán và nhà giao dịch hay kinh doanh chứng khoán.

**- Nhà môi giới chứng khoán:**

Nhà môi giới chứng khoán là người trung gian giữa người mua và người bán. Tuỳ theo cách thức tổ chức hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán ở mỗi nước và căn cứ vào vai trò hoạt động lại có thể phân biệt các loại nhà môi giới khác nhau:

**Nhà môi giới hưởng hoa hồng:** Là người thực hiện các giao dịch cho khách hàng và nhận được hoa hồng hay phí môi giới do khách hàng trả khi hoàn thành dịch vụ giao dịch. Nhà môi giới hưởng hoa hồng không bị rủi ro, bởi vì họ không nắm giữ chứng khoán trong khi thực hiện các hoạt động của mình. Nhà môi giới hưởng hoa hồng là thành viên chủ yếu của các Sở giao dịch chứng khoán.

**Nhà môi giới chuyên môn hay còn được gọi là nhà chuyên gia chứng khoán (Specialist):** Đây là loại nhà môi giới có ở một số Sở giao dịch chứng khoán trên thế giới mà điển hình là sở giao dịch chứng khoán New York của Mỹ. Tại Sở giao dịch chứng khoán này, mỗi loại chứng khoán được giao dịch tại một quầy giao dịch nhất định. Trong mỗi quầy giao dịch có một số nhà môi giới chuyên môn được Hội đồng quản trị của Sở phân công thực hiện mua, bán một số loại chứng khoán nhất định. Nhà môi giới chuyên môn thực hiện hai chức năng chủ yếu:

- + Thực hiện các lệnh giao dịch.
- + Tạo thị trường cho một số cổ phiếu được phân công.

Khi thực hiện các lệnh giao dịch, các chuyên gia này nhận được phí môi giới như những nhà môi giới khác. Khi thực hiện

chức năng là nhà tạo thị trường nhà môi giới chuyên môn phải duy trì một thị trường ổn định bằng cách khi có các loại chứng khoán do mình đảm nhận có mức chênh lệch lớn giữa giá bán và giá mua, nhà môi giới chuyên môn sẽ chào bán hoặc đặt mua chứng khoán đó cho mình với giá ở giữa hai mức giá trên. Kết quả là thu hẹp được mức chênh lệch giữa giá mua và giá bán.

Ngoài hai loại nhà môi giới trên, ở Sở giao dịch chứng khoán New York còn có *nha môi giới độc lập* cũng là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán, nhưng là một nhà môi không phụ thuộc công ty môi giới nào. Họ có quyền thực hiện các lệnh giao dịch cho bất kỳ công ty nào nhờ họ và thường được trả thù lao là 2 đôla cho 100 cổ phiếu được thực hiện giao dịch, vì thế người ta gọi họ là nhà môi giới hai đôla. Ngày nay khoản chi phí môi giới của các nhà môi giới độc lập này đã cao hơn hai đôla, nhưng người ta vẫn quen gọi như vậy.

#### *- Nhà giao dịch cạnh tranh.*

Đây là người mua bán chứng khoán cho chính mình và thu lãi bằng khoản chênh lệch giá mà nhà giao dịch mua vào và bán ra. Như vậy, nhà kinh doanh chứng khoán hoạt động trong một lĩnh vực kinh doanh có thể thu được nhiều lợi nhuận nhưng cũng có khả năng gặp nhiều rủi ro, bởi vì, trong kinh doanh họ thường xuyên nắm giữ chứng khoán. Nhà giao dịch cạnh tranh chỉ có ở một số Sở giao dịch trên thế giới.

#### **2.3.3. Quyền và nghĩa vụ thành viên**

Quyền và nghĩa vụ của thành viên giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán được pháp luật của mỗi nước quy định và ghi trong điều lệ của Sở giao dịch.

Nhìn chung, thành viên giao dịch của Sở giao dịch có các quyền chủ yếu sau:

+ Quyền giao dịch chứng khoán: Chỉ có thành viên giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán mới có quyền giao dịch chứng khoán ở Sở giao dịch. Đây là quyền chủ yếu của thành viên giao dịch.

+ Được sử dụng các thiết bị, phương tiện giao dịch các cơ sở vật chất kĩ thuật khác và các dịch vụ do Sở giao dịch cung cấp

+ Được thu các loại phí khi cung cấp dịch vụ cho khách hàng theo quy định của pháp luật v.v.v.

+ V.v.v.

Thành viên của Sở giao dịch có các nghĩa vụ chủ yếu sau:

+ Chịu sự kiểm tra, giám sát của Sở giao dịch về tổ chức giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch và thực hiện quy chế thành viên.

+ Nộp các khoản phí và các khoản đóng góp theo quy định của Sở giao dịch như phí thành viên, phí giao dịch, phí các dịch vụ khác theo quy định.

+ Công bố thông tin về tình hình hoạt động theo quy định của pháp luật.

+ Tuân thủ chế độ báo cáo của thành viên do Sở giao dịch quy định.

Thành viên của Sở giao dịch có thể tự nguyện rút khỏi vị trí thành viên của Sở sau khi đệ đơn xin rút và được sự chấp nhận của Sở giao dịch. Mặt khác, Sở giao dịch có thể buộc một thành viên phải chấm dứt tư cách thành viên khi thành viên đó vi phạm nghiêm trọng các quy chế của Sở đề ra.

## **2.4. Niêm yết chứng khoán**

### **2.4.1. Khái niệm và phân loại niêm yết**

Niêm yết chứng khoán là việc đưa các loại chứng khoán có đủ tiêu chuẩn vào giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán.

Đây là quá trình Sở giao dịch xem xét yêu cầu của tổ chức phát hành chứng khoán có đáp ứng đủ tiêu chuẩn hay điều kiện để chứng khoán đó được chấp thuận đưa vào danh sách chứng khoán được mua bán ở Sở giao dịch chứng khoán hay không?

Việc niêm yết chứng khoán đối với Sở giao dịch, chủ yếu là nhằm lựa chọn các chứng khoán có chất lượng cao đưa vào giao dịch để đảm bảo cho hoạt động giao dịch của Sở giao ổn định và bảo vệ lợi ích, tạo lòng tin của công chúng đối với Sở giao dịch chứng khoán.

Có thể phân biệt một số loại niêm yết chứng khoán sau đây:

- *Niem yết lần đầu*: là việc chấp thuận cho phép chứng khoán của một tổ chức phát hành lần đầu tiên được đưa ra giao dịch tại Sở giao dịch khi tổ chức phát hành đó đáp ứng được các tiêu chuẩn niêm yết.

- *Niem yết bổ xung*: là việc chấp thuận cho phép tổ chức niêm yết (tổ chức phát hành đã có chứng khoán được niêm yết) được niêm yết số cổ phiếu mới phát hành thêm để tăng vốn hay vì các mục đích khác như trả cổ tức bằng cổ phiếu, chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu v.v.v

- *Niem yết toàn phần và niêm yết từng phần*.

Niem yết toàn phần là việc niêm yết tất cả các cổ phiếu sau khi đã phát hành ra công chúng trên một Sở giao dịch chứng khoán.

Niem 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

năm giữ được niêm yết, còn phần nắm giữ của Chính phủ hoặc tổ chức đại diện cho Chính phủ nắm giữ chưa được niêm yết.

- *Niệm yết cửa sau*: 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 nắm được quyền kiểm soát tổ chức niêm yết.

- *Niệm yết lại*: là việc cho phép tổ chức phát hành 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.

- *Thay đổi niêm yết*: trường hợp này xảy ra khi có sự thay đổi tên, tách hoặc gộp cổ phiếu của công ty niêm yết. Khi đó công ty phải gửi đơn xin thay đổi niêm yết cho Sở giao dịch chứng khoán.

- *Niệm yết chéo*: là chứng khoán của một công ty niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán này đồng thời cũng niêm yết ở một Sở giao dịch chứng khoán khác thường là ở nước ngoài. Ví dụ: Cổ phiếu của hãng SONY của Nhật vừa niêm yết ở cơ Sở giao dịch TOKYO (Nhật) vừa niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán New York (Mỹ).

#### **2.4.2. Tiêu chuẩn hay điều kiện niêm yết**

Thông thường, tiêu chuẩn niêm yết do Sở giao dịch chứng khoán ở mỗi nước quy định, dựa trên cơ sở thực trạng của nền kinh tế và tình hình hoạt động của các doanh nghiệp. Nhìn chung việc đề ra các tiêu chuẩn là nhằm lựa chọn chứng khoán của các doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả và tình hình tài chính lành mạnh để đưa vào giao dịch ở Sở giao dịch. Khi đề ra các tiêu chuẩn cần chú ý xem xét cân nhắc trên hai mặt: Một mặt là bảo vệ các nhà đầu tư, mặt khác là tạo điều kiện cho doanh nghiệp có thể dễ dàng tiếp cận với Sở giao dịch chứng khoán.

Thông thường, tiêu chuẩn niêm yết ở các nước dựa trên cơ sở xem xét các yêu cầu chủ yếu sau:

- *Thời gian hoạt động của công ty*: Yêu cầu công ty phải có thời gian hoạt động liên tục trong một số năm nhất định tính tới thời điểm xin niêm yết, ở nhiều nước quy định công ty niêm yết phải có thời gian hoạt động tối thiểu 3 - 5 năm, hoặc cổ phiếu đã được giao dịch trên thị trường chứng khoán phi tập trung.

- *Quy mô vốn*: Yêu cầu đặt ra đối với công ty niêm yết phải có số vốn góp vốn cổ đông ở mức độ nhất định đủ lớn để tạo cơ sở tiềm lực tài chính mạnh của công ty, thí dụ ở Sở giao dịch TOKYO yêu cầu công ty niêm yết phải có vốn cổ đông tối thiểu là 1 tỷ yên, Sở giao dịch Hàn Quốc quy định tối thiểu là 5 tỷ Won.

- *Phân phối quyền sở hữu cổ phần*: Nhiều Sở giao dịch quy định công ty niêm yết phải có một số lượng cổ đông ở mức tối thiểu nhất định hoặc tỷ lệ tối thiểu về cổ phần do công chúng nắm giữ, thí dụ Sở giao dịch chứng khoán TOKYO quy định nếu công ty niêm yết có dưới 10 triệu cổ phần thì phải có số lượng cổ đông ít nhất là 800, nếu có trên 10 triệu cổ phần đến 20 triệu thì số lượng cổ đông ít nhất là 1.200 và nếu có trên 20 triệu cổ phần thì số cổ đông tối thiểu là 3.000 v.v.v. Yêu cầu này đặt ra là nhằm đảm bảo khả năng hoàn tệp của cổ phiếu được niêm yết.

- *Hiệu quả hoạt động của công ty*: Một số Sở giao dịch yêu cầu công ty muốn được niêm yết phải đạt được số lợi nhuận trước thuế ở mức độ nhất định ở năm gần nhất hoặc một số năm gần nhất tính đến thời điểm xin niêm yết.

Thông thường, ở những Sở giao dịch chứng khoán lớn thì tiêu chuẩn niêm yết càng cao và chặt chẽ, thí dụ, để công ty được niêm yết cổ phiếu ở Sở giao dịch chứng khoán New York (NYSE) phải thoả mãn các yêu cầu sau:

1. Ít nhất phải có 1.100.000 cổ phiếu được công chúng nắm giữ với giá trị thị trường ít nhất là 18 triệu USD.

2. Tối thiểu phải có 2.200 cổ đông

3. Khối lượng giao dịch trung bình hàng tháng ít nhất phải đạt 100.000 cổ phiếu trong 6 tháng trước đó.

4. Lợi nhuận trước thuế tối thiểu phải đạt 2.500.000 USD trong năm tài chính trước đó.

#### **2.4.3. Những điểm lợi và bất lợi đối với doanh nghiệp được niêm yết chứng khoán ở Sở giao dịch chứng khoán**

Khi một doanh nghiệp có khả năng đủ tiêu chuẩn được niêm yết chứng khoán ở Sở giao dịch chứng khoán, để đi đến quyết định này đòi hỏi người chủ sở hữu và người lãnh đạo doanh nghiệp phải xem xét cân nhắc những điểm lợi và cả những điểm bất lợi khi quyết định thực hiện việc niêm yết chứng khoán của doanh nghiệp ở Sở giao dịch chứng khoán. Theo kinh nghiệm ở nhiều nước và thực tế ở nước ta hiện nay cho thấy, khi một doanh nghiệp được niêm yết chứng khoán ở Sở giao dịch chứng khoán thì có những điểm lợi và bất lợi chủ yếu sau:

##### **2.4.3.1. Những điểm lợi**

- *Làm tăng uy tín của doanh nghiệp tạo điều kiện thuận lợi hơn cho doanh nghiệp trong kinh doanh.*

Doanh nghiệp được niêm yết chứng khoán là doanh nghiệp đáp ứng đầy đủ các yêu cầu về tiêu chuẩn do Sở giao dịch chứng khoán đề ra, nói chung phải là doanh nghiệp có khả năng kinh doanh vững vàng và tình hình tài chính lành mạnh. Vì vậy, khi một doanh nghiệp được niêm yết chứng khoán sẽ làm tăng sự tin tưởng vào doanh nghiệp của người đầu tư cũng như của những

người có quan hệ với doanh nghiệp. Mặt khác, nhiều người biết đến doanh nghiệp hơn. Vì thế, doanh nghiệp có điều kiện thuận lợi hơn trong hoạt động kinh doanh.

- *Làm tăng tính thanh khoản đối với chứng khoán của doanh nghiệp*

Chứng khoán của doanh nghiệp được niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán tạo ra sự hấp dẫn đối với nhiều người đầu tư, từ đó việc giao dịch mua bán chứng khoán của doanh nghiệp được thực hiện thuận lợi hơn, người đầu tư dễ dàng chuyển đổi chứng khoán thành tiền.

- *Tạo điều kiện cho doanh nghiệp dễ dàng huy động vốn với chi phí thấp.*

Một doanh nghiệp được niêm yết chứng khoán ở Sở giao dịch chứng khoán sẽ làm tăng sự tin tưởng của người đầu tư đối với doanh nghiệp. Vì thế, khi doanh nghiệp cần thêm vốn có thể dễ dàng phát hành chứng khoán mới ra công chúng để huy động vốn, bởi lẽ nhiều người muốn mua chứng khoán của doanh nghiệp. Mặt khác doanh nghiệp có thể giảm bớt các chi phí phát hành như chi phí quảng cáo, hoa hồng cho người bảo lãnh hoặc có thể phát hành trái phiếu với lãi suất thấp hơn v.v.v.

- *Thúc đẩy việc tổ chức quản lý có hiệu quả hơn.*

Khi doanh nghiệp được niêm yết chứng khoán phải thực hiện công khai thông tin theo quy định của pháp luật và của Sở giao dịch. Do vậy, Ban lãnh đạo và quản lý công ty chịu sự giám sát chặt chẽ hơn của cổ đông, của người đầu tư v.v.v. Chính điều này buộc những người lãnh đạo và quản lý công ty phải thực hiện tổ chức quản lý công ty tốt hơn.

- *Giá trị của Công ty được đánh giá và được bộc lộ rõ ràng hơn.*

Cổ phiếu của công ty được niêm yết, được mua bán công khai ở Sở giao dịch, giá cả cổ phiếu được hình thành trên cơ sở cung cầu, thể hiện rõ hơn sự đánh giá của người đầu tư đối với công ty.

- *Có thể được hưởng những khoản ưu đãi nhất định.*

Thông thường, ở những nước đang phát triển, trong giai đoạn đầu thành lập Sở giao dịch chứng khoán để khuyến khích các doanh nghiệp niêm yết chứng khoán, Chính phủ dành những ưu đãi nhất định cho doanh nghiệp niêm yết như được giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, được miễn phí niêm yết lần đầu v.v.v.

#### **2.4.3.2. Những bất lợi**

Khi một doanh nghiệp được niêm yết chứng khoán bên cạnh những điểm lợi cũng có thể gặp phải những bất lợi chủ yếu sau:

- *Lộ thông tin*

Doanh nghiệp được niêm yết chứng khoán phải công khai thông tin theo yêu cầu của pháp luật và Sở giao dịch chứng khoán. Những thông tin công bố có thể bị các đối thủ của doanh nghiệp khai thác, điều đó, có thể dẫn tới không có lợi cho doanh nghiệp trong cạnh tranh.

- *Có thể phải đối mặt nhiều hơn với rủi ro từ những hành vi phi pháp.*

Một doanh nghiệp có chứng khoán được niêm yết có thể dễ trở thành là đối tượng tấn công của các hành vi trái pháp luật trên thị trường như các hành vi tung tin đồn nhảm sai sự thật, các hoạt động đầu cơ phi pháp lũng đoạn thị trường và ở nhiều nước, doanh nghiệp niêm yết cũng có thể dễ là mục tiêu của hoạt động thâu tóm và sáp nhập doanh nghiệp...

- Việc kiểm soát doanh nghiệp sẽ phức tạp hơn.

Khi doanh nghiệp niêm yết chứng khoán thì chứng khoán của doanh nghiệp sẽ được mua, bán rộng rãi trong công chúng. Đối với công ty cổ phần, điều đó dễ dẫn đến tình trạng xáo động thành phần cổ đông, từ đó, làm cho việc quản lý và kiểm soát công ty sẽ khó khăn, phức tạp hơn.

- Phải tăng thêm chi phí.

Doanh nghiệp được niêm yết phải nộp những khoản phí nhất định cho Sở giao dịch chứng khoán như phí niêm yết lần đầu tiên hay niêm yết lại chứng khoán và phí niêm yết hàng năm, chi phí về kiểm toán v.v.v.

Ngoài ra cũng cần thấy rằng, những nhà lãnh đạo và quản lý doanh nghiệp được niêm yết phải chịu áp lực nhiều hơn của cổ đông, của người đầu tư và những áp lực khác.

#### **2.4.4. Thủ tục niêm yết và quản lý**

##### **2.4.4.1. Thủ tục niêm yết**

Để chứng khoán được niêm yết đòi hỏi phải thực hiện những thủ tục nhất định. Đối với niêm yết lần đầu, thông thường thủ tục được thực hiện theo trình tự như sau:

- Thẩm định sơ bộ
- Đệ trình hồ sơ xin cấp phép niêm yết
- Thẩm tra và cấp phép niêm yết chính thức
- Phê chuẩn niêm yết
- Khai trương niêm yết.

Tùy theo điều kiện cụ thể luật pháp mỗi nước xác định tổ chức có thẩm quyền cấp phép niêm yết.

**a. Thẩm định sơ bộ.**

Thẩm định sơ bộ là dựa trên cơ sở tài liệu của công ty xin niêm yết nộp lên đánh giá xem xét khả năng đáp ứng các điều kiện niêm yết chứng khoán của công ty trước khi công ty nộp đơn xin cấp giấy phép niêm yết.

**b. Đệ trình hồ sơ xin cấp phép niêm yết.**

Sau khi đã qua thẩm định sơ bộ, công ty hay tổ chức xin niêm yết chính thức lập hồ sơ và đệ trình hồ sơ cấp phép niêm yết chứng khoán cho tổ chức có thẩm quyền xét duyệt. Hồ sơ cấp phép niêm yết bao gồm đơn xin cấp phép niêm yết và các loại tài liệu khác theo quy định.

**c. Thẩm tra niêm yết chính thức.**

Sau khi nhận được hồ sơ, trong một thời hạn nhất định, tổ chức có thẩm quyền sẽ được thực hiện việc thẩm tra tính pháp lý và các yêu cầu niêm yết về số lượng và chất lượng.

**d. Phê chuẩn và cấp phép niêm yết.**

Tổ chức có thẩm quyền sau khi thẩm tra hồ sơ sẽ quyết định phê chuẩn cấp phép niêm yết. Trường hợp từ chối cấp phép phải giải thích rõ lý do bằng văn bản.

**e. Khai trương niêm yết.**

Chứng khoán được chính thức đưa ra giao dịch ở Sở giao dịch.

**2.4.4.2. Quản lý chứng khoán niêm yết**

Nhằm duy trì một thị trường liên tục và ổn định đòi hỏi phải có sự quản lý đối với các chứng khoán được niêm yết. Đây là một công việc của hệ thống quản lý tại Sở giao dịch chứng khoán.

Nội dung chủ yếu quản lý các chứng khoán niêm yết là xác định các nghĩa vụ của tổ chức niêm yết. Kiểm soát tình hình giao dịch và thực hiện các biện pháp cần thiết để đảm bảo cho việc giao dịch chứng khoán thực hiện lành mạnh. Trong đó, cần chú ý một số biện pháp chủ yếu sau:

- Quy định về nghĩa vụ báo cáo, công bố thông tin của tổ chức niêm yết.

Để đảm bảo cung cấp những thông tin cần thiết cho người đầu tư trong việc đánh giá phân tích để đưa ra quyết định đầu tư, luật pháp của các nước đều ra nghĩa vụ báo cáo, công bố thông tin đối với tổ chức niêm yết.

Yêu cầu chủ yếu trong việc công bố thông tin của tổ chức niêm yết là việc công bố thông tin phải đầy đủ, kịp thời và chính xác theo yêu cầu của pháp luật.

Việc công bố thông tin của tổ chức niêm yết bao hàm: Công bố thông tin định kỳ, công bố thông tin bất thường, công bố thông tin theo yêu cầu của Uỷ ban chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán trong một số trường hợp nhất định.

#### **- Chứng khoán bị kiểm soát.**

Khi chất lượng hoạt động của tổ chức niêm yết bị giảm sút, chứng khoán không duy trì được các điều kiện niêm yết hay tổ chức niêm yết vi phạm quy định về công bố thông tin thì chứng khoán sẽ bị đưa vào diện kiểm soát.

Chứng khoán bị đưa vào diện kiểm soát sẽ được theo dõi quản lý chặt chẽ theo các quy định riêng của Sở giao dịch chứng khoán. Việc đưa chứng khoán vào diện bị kiểm soát là lời cảnh báo đối với tổ chức niêm yết đòi hỏi phải có sự cải thiện về tình hình

hoạt động kinh doanh và quản lý. Đối với nhà đầu tư, đây cũng là sự báo động cần thận trọng trong việc đầu tư vào loại chứng khoán này.

**- Tạm ngừng giao dịch.**

Trong một số trường hợp Sở giao dịch có thể tạm ngừng giao dịch đối với một loại chứng khoán niêm yết như khi giá, khối lượng giao dịch chứng khoán có biến động bất thường; tách hoặc gộp cổ phiếu; tổ chức niêm yết vi phạm nghiêm trọng về công bố thông tin theo quy định của pháp luật... Việc tạm ngừng giao dịch là tạo điều kiện cho nhà đầu tư có thời gian đánh giá phân tích kỹ hơn về thực trạng của chứng khoán và tình hình của tổ chức niêm yết. Đây cũng là biện pháp cần thiết để bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư hoặc đảm bảo cho sự hoạt động ổn định của thị trường.

Chứng khoán tạm ngừng giao dịch sẽ được Sở giao dịch chứng khoán cho phép giao dịch trở lại sau khi tổ chức niêm yết đã hoàn tất hoặc khắc phục được các thiếu sót hoặc công bố thông tin đầy đủ.

500đồng.com

**- Huỷ bỏ niêm yết.**

Huỷ bỏ niêm yết là việc Sở giao dịch chứng khoán hay Uỷ ban chứng khoán công bố đưa một loại chứng khoán ra khỏi danh mục các chứng khoán được giao dịch tại Sở giao dịch.

Có nhiều trường hợp dẫn đến việc huỷ bỏ niêm yết như khi tổ chức niêm yết chấm dứt sự tồn tại do sáp nhập, hợp nhất, chia tách, giải thể, phá sản hay tổ chức niêm yết nộp đơn xin huỷ bỏ niêm yết... Trong đó, đáng chú ý là trường hợp chứng khoán của tổ chức niêm yết không còn đáp ứng được các điều kiện niêm yết trong theo luật định hoặc tổ chức niêm yết bị thua lỗ liên tục trong một thời gian dài. Sở giao dịch hay Uỷ ban chứng khoán nhà nước

xét thấy cần thiết phải huỷ bỏ niêm yết để bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư sẽ công bố việc huỷ bỏ niêm yết đối với chứng khoán của tổ chức phát hành.

## 2.5. Giao dịch chứng khoán ở Sở giao dịch chứng khoán

Việc giao dịch chứng khoán ở Sở giao dịch chủ yếu được thực hiện theo phương pháp đấu giá thông qua việc khớp lệnh giao dịch. Qua đó, giá thực hiện giao dịch được xác định trên cơ sở cạnh tranh giữa các nhà đầu tư với nhau.

### 2.5.1. Lệnh giao dịch

Lệnh giao dịch là một chỉ thị của khách hàng cho nhà môi giới để mua hoặc bán chứng khoán theo yêu cầu mà khách hàng đặt ra.

Nội dung cơ bản của một lệnh giao dịch bao gồm các vấn đề cơ bản sau:

- + Lệnh mua hay lệnh bán
- + Tên khách hàng
- + Số tài khoản
- + Tên, mã chứng khoán
- + Khối lượng
- + Giá
- + Hiệu lực của lệnh

- **Các loại lệnh giao dịch:** Trong giao dịch chứng khoán có rất nhiều loại lệnh giao dịch khác nhau. Tuỳ theo mục tiêu mà khách hàng lựa chọn sử dụng loại lệnh thích hợp. Sau đây là một số loại lệnh giao dịch chủ yếu.

+ **Lệnh thị trường (MP)**: là lệnh mua hoặc bán chứng khoán của khách hàng yêu cầu thực hiện ngay tại mức giá tốt nhất hiện có trên thị trường khi lệnh được chuyển đến

Trong lệnh này, khách hàng không đưa ra mức giá cụ thể, nhưng đã bao hàm ý muốn mua hoặc bán ngay, đối với người mua chứng khoán đặt lệnh thị trường là lệnh mua chứng khoán tại mức giá bán thấp nhất hiện có trên thị trường, đối với người bán chứng khoán đặt lệnh thị trường là lệnh bán chứng khoán tại mức giá mua cao nhất hiện có trên thị trường ở thời điểm lệnh được nhập vào hệ thống giao dịch. Lệnh thị trường được ưu tiên hàng đầu trong các thứ tự ưu tiên khi khớp lệnh.

Việc sử dụng lệnh thị trường có những ưu điểm chủ yếu sau: Đối với Sở giao dịch chứng khoán, lệnh thị trường là công cụ hữu hiệu để tăng nhịp độ và tỷ lệ giao dịch được thực hiện trên thị trường từ đó làm tăng tính thanh khoản cho thị trường. Đối với nhà đầu tư, khi sử dụng lệnh thị trường có thể thực hiện giao dịch một cách dễ dàng và nhanh chóng hơn. Đây là một lợi thế dành cho những nhà đầu tư muốn thực hiện giao dịch nhanh, từ đó dễ dàng thực hiện được mục tiêu mua hoặc bán chứng khoán theo chiến lược kinh doanh đã đề ra. Ngoài ra, khi sử dụng lệnh thị trường giúp cho nhà đầu tư và cả công ty chứng khoán sẽ tiết kiệm được chi phí và thời gian. Tuy vậy, việc sử dụng lệnh thị trường cũng có những hạn chế nhất định: Về phía Sở giao dịch chứng khoán, áp dụng lệnh thị trường có thể dễ dẫn đến sự biến động giá bất thường, ảnh hưởng đến sự ổn định giá chứng khoán trên thị trường, bởi lẽ lệnh thị trường rất khó dự tính được mức giá mà lệnh giao dịch được thực hiện. Nhà đầu tư sử dụng lệnh thị trường có thể bị bất lợi về giá khi giá cả trên thị trường tạm thời biến động ngược chiều theo dự đoán của nhà đầu tư.

Thực tế ở nhiều nước cho thấy lệnh thị trường thường được các nhà kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp, các tổ chức đầu tư lớn sử dụng phổ biến hơn so với các nhà đầu tư riêng lẻ.

+ *Lệnh giới hạn (LO)*: là lệnh mua hoặc lệnh bán chứng khoán tại mức giá chỉ định hoặc tốt hơn.

Như vậy, đối với lệnh giới hạn mua chứng khoán mức giá chỉ định là mức giá cao nhất hay mức giá trần mà nhà đầu tư có thể chấp nhận thực hiện mua. Đối với lệnh giới hạn bán mức giá chỉ định là mức giá thấp nhất hay mức giá sàn mà nhà đầu tư có thể chấp nhận bán.

Đối với nhà đầu tư sử dụng lệnh giới hạn có ưu điểm: giúp cho nhà đầu tư có thể tránh được sự bất lợi về giá trong giao dịch. Tuy nhiên, hạn chế của việc sử dụng lệnh giới hạn là không có sự đảm bảo là lệnh sẽ được thực hiện, nhà đầu tư có thể bị lỗ cơ hội đầu tư, ngay cả trong một số trường hợp lệnh giới hạn của nhà đầu tư đưa ra bằng với giá thực hiện của phiên giao dịch nhưng lệnh có thể vẫn không được thực hiện vì không đáp ứng được các nguyên tắc ưu tiên khớp lệnh trong tình thế của phiên giao dịch đó.

+ *Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh xác định giá mở cửa (ATO)*: là lệnh mua hoặc bán chứng khoán tại mức giá mở cửa.

Lệnh ATO không ghi mức giá cụ thể và được ưu tiên trước lệnh giới hạn trong khi so khớp lệnh. Lệnh ATO được nhập vào hệ thống giao dịch trong thời gian khớp lệnh định kỳ để xác định giá mở cửa và sẽ tự động bị hủy bỏ sau thời điểm xác định giá mở cửa nếu lệnh không được thực hiện hoặc không được thực hiện hết.

Thực chất lệnh ATO là lệnh thị trường được sử dụng trong phương thức khớp lệnh định kỳ để xác định giá mở cửa (giá thực

hiện tại lần khớp lệnh đầu tiên trong ngày giao dịch) và nếu lệnh không được thực hiện hoặc không được thực hiện hết sẽ tự động bị hủy bỏ.

+ *Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh xác định giá đóng cửa (ATC)*: là lệnh mua hoặc bán chứng khoán tại mức giá đóng cửa.

Lệnh ATC không ghi mức giá cụ thể và được ưu tiên trước lệnh giới hạn trong khi so khớp lệnh. Lệnh ATC được nhập vào hệ thống giao dịch trong thời gian khớp lệnh định kỳ để xác định giá đóng cửa và sẽ tự động bị hủy bỏ sau thời điểm xác định giá đóng cửa nếu lệnh không được thực hiện hoặc không được thực hiện hết.

Thực chất lệnh ATC là lệnh thị trường được sử dụng trong phương thức khớp lệnh định kỳ để xác định giá đóng cửa (giá thực hiện tại lần khớp lệnh cuối cùng trong ngày giao dịch) và nếu lệnh không được thực hiện hoặc không được thực hiện hết sẽ tự động bị hủy bỏ.

+ *Lệnh huỷ bỏ (cancel order)*: là lệnh của nhà đầu tư đưa ra nhằm huỷ bỏ lệnh gốc đã được đặt trước nó. Lệnh huỷ bỏ chỉ được chấp thuận khi lệnh gốc chưa được thực hiện.

Khi sử dụng lệnh huỷ bỏ, khách hàng phải xem xét và tôn trọng các điều kiện quy định ràng buộc cụ thể của thị trường ở từng nước, nếu không lệnh đưa ra sẽ không có giá trị.

+ *Lệnh dừng (Stop order)*: là loại lệnh giao dịch thường được các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp sử dụng để bảo vệ lợi nhuận hoặc hạn chế sự thua lỗ, tùy theo mục tiêu mà nhà đầu tư có cách sử dụng lệnh thích hợp.

Trong lệnh dừng, nhà đầu tư xác định một mức giá cụ thể, giá đó được gọi là giá dừng. Khi lệnh được chuyển đến nhà môi

giới, nếu giá trên thị trường chưa đạt tới hoặc vượt qua mức giá dừng thì lệnh chưa được thực hiện, người ta gọi lệnh đang ở trạng thái lệnh "Treo" (Memorandum order). Khi giá thị trường đạt tới hoặc vượt qua giá dừng thì lập tức lệnh này được kích hoạt, khi đó lệnh dừng sẽ trở thành lệnh thị trường và nhà môi giới phải nhanh chóng thực hiện lệnh cho khách hàng.

Lệnh dừng có hai loại: Lệnh dừng để bán và lệnh dừng để mua.

*Lệnh dừng để bán* được sử dụng nhằm bảo vệ lợi nhuận hay hạn chế sự thua lỗ của nhà đầu tư thực hiện phương sách mua chứng khoán nắm giữ sau đó bán chứng khoán để thu lời (mua trước, bán sau). Lệnh dừng để bán luôn đặt giá (giá dừng) thấp hơn giá thị trường hiện tại của loại chứng khoán giao dịch.

*Lệnh dừng để mua* được sử dụng nhằm bảo vệ lợi nhuận hay hạn chế sự thua lỗ của các nhà đầu tư thực hiện phương sách bán trước mua sau (kinh doanh bán khống). Lệnh dừng để mua luôn đặt giá cao hơn giá thị trường hiện tại của loại chứng khoán giao dịch.

Lệnh dừng được sử dụng để bảo vệ lợi nhuận hay hạn chế sự thua lỗ của nhà đầu tư. Tuy nhiên, nếu có nhiều nhà đầu tư đều sử dụng lệnh dừng đối với một loại chứng khoán, khi các lệnh dừng đều được "kích hoạt" sẽ dẫn đến tình trạng giá cả của chứng khoán bị bóp méo và mục tiêu của nhà đầu tư khó có thể được thực hiện. Để hạn chế vấn đề này người ta đưa ra một loại lệnh được gọi là lệnh dừng giới hạn, đây thực chất là sự kết hợp giữa lệnh dừng và lệnh giới hạn.

+ *Lệnh dừng giới hạn (Stop limit order)*: Là loại lệnh được sử dụng để khắc phục sự bất định tiềm ẩn về mức giá thực hiện

của lệnh dừng. Trong lệnh dừng giới hạn, nhà đầu tư phải xác định rõ hai mức giá: mức giá dừng và mức giá giới hạn. Khi giá trị thị trường đạt tới hoặc vượt qua mức giá dừng thì lệnh giới hạn dừng sẽ trở thành lệnh giới hạn với mức giá giới hạn mà nhà đầu tư đã xác định trong lệnh.

- **Hiệu lực của lệnh:** Đi liền với các loại lệnh kể trên, khách hàng còn bổ sung thêm chỉ thị của mình. Về thời hạn hiệu lực của lệnh. Để thể hiện hiệu lực của lệnh giao dịch thường sử dụng một số lệnh sau:

*Lệnh có giá trị trong ngày (day order):* Những lệnh được coi là có giá trị trong ngày nếu trong lệnh giao dịch không xác định rõ là có giá trị trong bao lâu và những lệnh ghi rõ có giá trị trong ngày.

*Lệnh có giá trị cho đến khi huỷ bỏ hay lệnh mở (open order):* là lệnh có hiệu lực cho đến khi nó được thực hiện hay bị khách hàng huỷ bỏ.

500đồng.com

*Lệnh tất cả hoặc là không (all or none - AON):* Là lệnh yêu cầu toàn bộ lệnh phải được thực hiện trong cùng một giao dịch, không cho phép thực hiện từng phần. Tuy nhiên, lệnh không bắt buộc là phải thực hiện ngay mà có thể thực hiện bất cứ lúc nào trong suốt quá trình giao dịch của ngày.

*Lệnh thực hiện ngay hay huỷ bỏ (immediate or cancel - IOC):* là lệnh yêu cầu phải thực hiện ngay nhưng không bắt buộc phải thực hiện toàn bộ có thể là một phần. Phần còn lại chưa thực hiện bị huỷ bỏ.

*Lệnh thực hiện toàn bộ hay huỷ bỏ (full or kill - FOK):* Là lệnh yêu cầu thực hiện ngay toàn bộ hoặc huỷ bỏ

**- *Tính pháp lý của lệnh:***

Lệnh giao dịch là chỉ thị của khách hàng cho người môi giới - người đại diện cho khách hàng thực hiện.

Một trong yếu tố để đảm bảo cho lệnh được thực hiện là tính pháp lý của lệnh. Cần phải phân định rõ trách nhiệm và quyền hạn của khách hàng và người môi giới trong quá trình thực hiện lệnh giao dịch.

**Đối với khách hàng:** Khách hàng phải xác định đầy đủ các nội dung yêu cầu quy định trong lệnh và tuân thủ nghiêm ngặt các quy định của Sở giao dịch liên quan đến lệnh giao dịch, nếu vi phạm thì lệnh sẽ bị huỷ bỏ vì không hợp thức.

**Đối với người môi giới:** Phải có trách nhiệm nhập và chuyển lệnh giao dịch vào hệ thống giao dịch một cách nhanh chóng và chính xác. Những sai sót trong quá trình nhập, chuyển lệnh thì người môi giới phải chịu trách nhiệm.

**2.5.2. *Đơn vị giao dịch giao dịch, đơn vị yết giá và biên độ dao động giá***

**2.5.2.1. *Đơn vị giao dịch***

Đơn vị giao dịch là một khối lượng chứng khoán tối thiểu được quy định là đơn vị chuẩn trong giao dịch. Mỗi Sở giao dịch đều quy định đơn vị giao dịch. Việc quy định đơn vị giao dịch lớn sẽ hạn chế các nhà đầu tư cá nhân tham gia vào thị trường, ngược lại nếu đơn vị giao dịch nhỏ có thể dẫn đến việc lãng phí thời gian và làm tăng chi phí giao dịch. Vì vậy, cần phải căn cứ vào đặc điểm và tình hình giao dịch của thị trường để quy định đơn vị giao dịch thích hợp.

Một đơn vị giao dịch chứng khoán thường được gọi là "Lô chẵn" số chứng khoán giao dịch ít hơn một đơn vị giao dịch thông

thường được gọi là "Lô lẻ". Thông thường, "Lô lẻ" không được giao dịch ở Sở giao dịch, nếu nhà đầu tư muốn bán "Lô lẻ" phải giao dịch trực tiếp với công ty chứng khoán.

Thí dụ, Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc quy định đơn vị giao dịch cổ phiếu là 10 cổ phiếu. Do vậy, Sở giao dịch chứng khoán chỉ chấp nhận lệnh giao dịch cổ phiếu có khối lượng giao dịch cổ phiếu là bội số của 10, những lệnh giao dịch khác quy định đó không được chấp nhận.

Ở Sở giao dịch chứng khoán New York, đơn vị giao dịch cổ phiếu là 100 cổ phiếu và như vậy, một "Lô chẵn" ở đây là 100 cổ phiếu và số lượng cổ phiếu được giao dịch từ 1 đến 99 cổ phiếu là "Lô lẻ" ở Sở giao dịch "Lô lẻ". Ở Sở giao dịch New York, các giao dịch "lô lẻ" cũng có thể được thực hiện dưới sự hỗ trợ của nhà môi giới chuyên môn hay chuyên gia chứng khoán, nhưng nhà đầu tư phải trả phí cao hơn so với lô chẵn.

Trong một số trường hợp người ta có thể quy định đơn vị giao dịch là một khối lượng giá trị chứng khoán thí dụ Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc quy định đơn vị giao dịch đối với trái phiếu là 100.000 Won tính theo mệnh giá.

#### **2.5.2.2. Đơn vị yết giá**

Đơn vị yết giá là số đơn vị tiền tệ tối thiểu được quy định đối với việc xác định giá trong giao dịch chứng khoán hay nói cách khác là bước giá tối thiểu trong giao dịch chứng khoán. Việc xác định đơn vị yết giá đòi hỏi có sự cân nhắc để tạo thuận lợi cho việc giao dịch trên thị trường trong việc khớp lệnh giao dịch cũng như cho nhà đầu tư lựa chọn mua bán và có tính đến khoảng dao động giá cả.

### 2.5.2.3. Biên độ dao động giá

Nhằm hạn chế sự biến động giá cả quá mức của chứng khoán và duy trì một thị trường ổn định, trật tự, nhiều Sở giao dịch chứng khoán trên thế giới áp dụng biện pháp quy định biên độ dao động giá hàng ngày.

Biên độ dao động giá là khoảng dao động giá chứng khoán cho phép được quy định trong ngày giao dịch. Thông thường, biên độ dao động giá được xác định bằng cộng, trừ một số tỷ lệ phần trăm ( $\pm \%$ ) giá tham chiếu của chứng khoán, đối với các loại chứng khoán đang giao dịch bình thường thì giá tham chiếu được xác định là giá đóng cửa của ngày giao dịch trước. Thí dụ, Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc quy định biên độ dao động giá hàng ngày là  $\pm 6\%$  giá đóng cửa của ngày hôm trước. Ở Việt Nam hiện nay, biên độ dao động giá áp dụng cho các loại chứng khoán do Ủy ban chứng khoán nhà nước quy định. Điều chú ý đối với nhà đầu tư là khi đặt lệnh giao dịch thì giá giao dịch đưa ra phải nằm trong khoảng giá: giá tối đa và giá tối thiểu theo quy của biên độ dao động giá đã công bố, nếu lệnh giao dịch có mức giá vượt quá giới hạn giá tối đa và giá tối thiểu thì lệnh giao dịch bị coi là không hợp lệ.

Một số nhà kinh tế cho rằng việc quy định biên độ dao động giá có thể làm cho giá chứng khoán không đạt đến mức giá cân bằng một cách có hiệu quả và là sự can thiệp sâu vào cung, cầu của thị trường. Mặc dù việc áp dụng biên độ dao động giá vẫn còn gây ra nhiều tranh luận, nhưng nhìn chung hiện nay nó vẫn được nhiều Sở giao dịch chứng khoán chấp nhận là một công cụ tốt để đảm bảo cho thị trường hoạt động ổn định, vấn đề quan trọng là sử dụng nó như thế nào cho phù hợp và có hiệu quả.

### 2.5.3. Nguyên tắc và phương thức khớp lệnh giao dịch

#### 2.5.3.1. Nguyên tắc khớp lệnh

Phần lớn các giao dịch ở Sở giao dịch chứng khoán được thực hiện theo phương thức khớp lệnh. Việc thực hiện phương thức khớp lệnh ở các Sở giao dịch thường được thực hiện theo các nguyên tắc chủ yếu sau:

- *Ưu tiên về giá*: Lệnh nào có giá tốt hơn sẽ được ưu tiên được thực hiện trước. Điều đó có nghĩa là:

+ Lệnh mua có mức giá cao hơn được ưu tiên thực hiện trước.

+ Lệnh bán có mức giá thấp hơn được ưu tiên thực hiện trước.

- *Ưu tiên về thời gian*: Nếu các lệnh giao dịch có cùng mức giá thì lệnh giao dịch nhập trước vào hệ thống giao dịch sẽ được ưu tiên thực hiện trước.

- *Ưu tiên khách hàng*: Nếu các lệnh giao dịch có cùng mức giá và cùng thời gian nhập lệnh thì lệnh của khách hàng sẽ được ưu tiên thực hiện trước lệnh giao dịch có tính chất tự doanh của công ty chứng khoán.

- *Ưu tiên khối lượng*: Nếu các lệnh giao dịch đều là của khách hàng hoặc đều là lệnh tự doanh có cùng mức giá và cùng thời gian thì lệnh nào có khối lượng lớn hơn sẽ được ưu tiên thực hiện trước.

Trên đây là bốn nguyên tắc chủ yếu trong việc khớp lệnh. Tuỳ theo điều kiện và tình hình, Sở giao dịch của từng nước đưa ra quy định sử dụng cụ thể.

#### 2.5.3.2. Phương thức khớp lệnh

Phương thức khớp lệnh bao gồm: Khớp lệnh định kỳ và khớp lệnh liên tục.

- *Khớp lệnh định kỳ.*

Khớp lệnh định kỳ là phương thức giao dịch tập hợp tất cả các lệnh giao dịch về một loại chứng khoán trong một khoảng thời gian nhất định và thực hiện so khớp các lệnh mua và lệnh bán, trên cơ sở đó tìm ra một mức giá mà tại mức giá đó, khối lượng chứng khoán được giao dịch là lớn nhất.

Giá cho phép giao dịch chứng khoán được thực hiện được gọi là giá thực hiện. Như vậy, giá thực hiện được xác định:

- + Là mức giá thực hiện đạt được khối lượng giao dịch lớn nhất.
- + Nếu có nhiều mức giá đều cho cùng khối lượng giao dịch lớn nhất bằng nhau thì mức giá trùng hoặc giá gần nhất với giá thực hiện của lần khớp lệnh gần nhất sẽ là mức giá được chọn.
- + Nếu vẫn còn nhiều mức giá thoả mãn điều nêu trên thì mức giá cao hơn sẽ là mức giá được chọn.

Thí dụ về khớp lệnh định kỳ: Trong khoảng thời gian từ 8h đến 9h30, Sở giao dịch chứng khoán nhận được các lệnh giao dịch (bao gồm lệnh giới hạn và lệnh ATO) về cổ phiếu của công ty X như dưới đây và Sở giao dịch thực hiện khớp lệnh định kỳ để xác định giá mở cửa:

Lệnh mua			Giá (100đ)	Lệnh bán		
Cộng dồn	Khối lượng (số cổ phiếu)	Mã số		Mã số	Khối lượng (số cổ phiếu)	Cộng dồn
	100	M <sub>01</sub>	ATO	B <sub>01</sub>	50	
20	120	M <sub>02</sub>	258	B <sub>07</sub>	200	1.050
420	200	M <sub>03</sub>	257	B <sub>06</sub>	180	850
600	180	M <sub>04</sub>	256	B <sub>05</sub>	150 <sup>70</sup>	670
900	300	M <sub>05</sub>	255	B <sub>04</sub>	170	420
1030	130	M <sub>06</sub>	254	B <sub>03</sub>	150	250
1.100	70	M <sub>07</sub>	253	B <sub>02</sub>	50	100

Như vậy, ở mức giá 25.600đ cho khối lượng cổ phiếu được giao dịch là nhiều nhất: 600 cổ phiếu và có 4 lệnh mua được thực hiện trọn vẹn, 4 lệnh bán được thực hiện trọn vẹn và 1 lệnh bán còn 70 cổ phiếu chưa được thực hiện.

Khớp lệnh theo phương này có ưu điểm chủ yếu là:

- + Khớp lệnh định kỳ là phương pháp thích hợp để tìm ra mức giá cân bằng, bởi vì nó cho phép xác định được giá chứng khoán sau khi đã tập hợp các lệnh mua và các lệnh bán được đặt trong một khoảng thời gian xác định.
- + Hạn chế được sự biến động giá quá mức nảy sinh từ những lệnh giao dịch có giá giao dịch bất thường, tạo sự ổn định giá cần thiết trên thị trường.
- + Phương thức khớp lệnh này cũng phù hợp với những thị trường còn nhỏ, khối lượng giao dịch còn ít, nó cho phép tiết kiệm chi phí giao dịch.

Tuy nhiên, phương thức này cũng có những hạn chế sau:

+ Giá chứng khoán được xác lập theo phương thức khớp lệnh định kỳ không phản ánh được tức thời thông tin thị trường vào trong giá chứng khoán.

+ Khối lượng chứng khoán được giao dịch bị hạn chế ở mức độ nhất định, không thích hợp cho việc đẩy mạnh tính thanh khoản của thị trường.

Thông thường phương thức khớp lệnh định kỳ được các Sở giao dịch chứng khoán sử dụng để xác định giá mở cửa và giá đóng cửa.

*- Khớp lệnh liên tục.*

Khớp lệnh liên tục là phương thức giao dịch được hệ thống giao dịch thực hiện trên cơ sở so khớp các lệnh mua, lệnh bán chứng khoán ngay khi lệnh được nhập vào hệ thống giao dịch với các lệnh đối ứng.

Như vậy, giao dịch được thực hiện liên tục ngay khi có các lệnh đối ứng được nhập vào hệ thống giao dịch

***Khớp lệnh liên tục và lệnh thị trường***

Thông thường phương thức khớp lệnh liên tục được các Sở giao dịch chứng khoán sử dụng trong suốt thời gian của phiên giao dịch, và hai loại lệnh phổ biến nhất được các sở giao dịch sử dụng là lệnh giới hạn và lệnh thị trường. Trong khớp lệnh liên tục, một số Sở giao dịch thường quy định việc sử dụng lệnh thị trường như sau:

+ Các thành viên giao dịch của Sở không được nhập lệnh thị trường vào hệ thống giao dịch khi chưa có lệnh giới hạn đối ứng đối với loại chứng khoán đó.

+ Khi có các lệnh đối ứng, lệnh thị trường được nhập vào sẽ được ưu tiên thực hiện trước, lệnh sẽ được khớp ngay với lệnh đối ứng có mức giá tốt nhất trên thị trường, nếu khối lượng đặt lệnh của lệnh thị trường vẫn chưa được thực hiện hết thì nó được tiếp tục khớp với các lệnh đối ứng tiếp theo hiện có trên thị trường theo thứ tự ưu tiên về giá của các lệnh đối ứng.

Thí dụ: Thị trường đang khớp lệnh liên tục, hiện có các lệnh giao dịch về cổ phiếu y như sau:

Lệnh mua		Giá (100đ)	Lệnh bán	
Số hiệu của lệnh	Khối lượng (CP)		Khối lượng (CP)	Số hiệu của lệnh
A	2.000	234	-	
B	1.500	235	-	
		236	-	
		237	1000	C

- Xuất hiện 1 lệnh bán 2.500 cổ phiếu y là lệnh thị trường, được nhập vào hệ thống giao dịch, lệnh đó sẽ lập tức được khớp như sau:

Lệnh mua		Giá (100đ)	Lệnh bán	
Số hiệu của lệnh	Khối lượng (CP)		Khối lượng (CP)	Số hiệu của lệnh
A	2000 <sup>(1000)</sup>	234	-	
B	1500	235	-	
		236	-	
		237	1000	C
		MP	2500	D

Kết quả khớp lệnh:

- 2.500 cổ phiếu y được thực hiện trong đó:
  - + 1.500 cổ phiếu được thực hiện với giá 23.500đ/CP
  - + 1.000 cổ phiếu được thực hiện với giá 23.400đ/CP

- Trường hợp nếu khối lượng đặt lệnh của lệnh thị trường sau khi đã so khớp với các lệnh đối ứng mà khối lượng đặt lệnh vẫn còn là không thể khớp được nữa thì lệnh thị trường sẽ tự động được chuyển thành lệnh giới hạn có mức giá cao hơn (đối với lệnh mua) hoặc mức giá thấp hơn (đối với lệnh bán) một đơn vị yết giá so với giá thực hiện cuối cùng trước đó. Trường hợp giá thực hiện cuối cùng là giá trần đối với lệnh thị trường mua và giá sàn là lệnh thị trường đối với lệnh thị trường bán thì lệnh thị trường sẽ được chuyển thành lệnh giới hạn mua tại giá trần và lệnh thị trường bán tại giá sàn.

Thí dụ: Một Sở giao dịch có đơn vị yết giá đối với cổ phiếu là 100 đồng, đang thực hiện khớp lệnh liên tục, hiện có các lệnh giao dịch về cổ phiếu Z như sau:

Lệnh mua		Giá (100đ)	Lệnh bán	
Số hiệu của lệnh	Khối lượng (CP)		Khối lượng (CP)	Số hiệu của lệnh
A	1.500	219	-	
	-	220	1.000	B
	-	221	2.000	C

- Xuất hiện 1 lệnh mua 4.000 cổ phiếu Z là lệnh thị trường, được nhập vào hệ thống giao dịch, lệnh lập tức sẽ được khớp lệnh như sau:

Lệnh mua		Giá (100đ)	Lệnh bán	
Số hiệu của lệnh	Khối lượng (CP)		Khối lượng (CP)	Số hiệu của lệnh
A	1.500	219	-	
	-	220	1000	B
	-	221	2000	C
D	4000 <sup>(1.000)</sup>	MP	-	

Kết quả khớp lệnh:

- 3.000 cổ phiếu Z được thực hiện. Trong đó:
  - + 1.000 cổ phiếu Z được thực hiện với giá 22.000đ/CP
  - + 2.000 cổ phiếu Z được thực hiện với giá 22.100đ/CP
- Lệnh thị trường D còn 1.000CP chưa được thực hiện, ngay lập tức chuyển thành lệnh giới hạn mua với mức giá là 22.200đ/CP.

- Số lệnh cổ phiếu Z còn lại sau khi so khớp lệnh như sau:

Lệnh mua		Giá (100đ)	Lệnh bán	
Số hiệu của lệnh	Khối lượng (CP)		Khối lượng (CP)	Số hiệu của lệnh
A	1.500	219	-	
D	1.000	222	-	

Nhìn nhận chung, phương thức khớp lệnh liên tục có ưu điểm chủ yếu:

- + Làm cho giá cả phản ánh được tức thời thông tin trên thị trường. Phương thức này cung cấp liên tục mức giá của chứng

khoán, giúp cho nhà đầu tư có thể phản ứng nhanh nhạy hơn trong việc đưa ra quyết định đầu tư trước sự biến động của thị trường.

+ Cho phép việc thực hiện giao dịch với tốc độ nhanh và xử lý được khối lượng giao dịch lớn trong một phiên giao dịch, nó phù hợp với những thị trường có quy mô, khối lượng giao dịch lớn và có nhiều lệnh giao dịch.

Hạn chế chủ yếu của phương thức khớp lệnh này là có thể tạo ra sự dao động giá cả tương đối lớn trong một phiên giao dịch.

Mỗi phương thức khớp lệnh đều trên có những ưu điểm riêng, đồng thời có những hạn chế nhất định. Do vậy, nhiều Sở giao dịch chứng khoán trên thế giới thường kết hợp sử dụng cả hai phương thức khớp lệnh: khớp lệnh định kỳ thường được sử dụng để xác định giá mở cửa và giá đóng cửa, còn khớp lệnh liên tục được sử dụng trong suốt thời gian hoạt động của phiên giao dịch.

Thí dụ, ở Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc, thời gian giao dịch chứng khoán trong ngày được chia thành 2 phiên: Phiên buổi sáng (từ 9h30 - 11h30) phiên buổi chiều (từ 13h30 - 15h30).

Khớp lệnh định kỳ được sử dụng để xác định giá mở cửa phiên buổi sáng và giá mở cửa phiên buổi chiều và giá đóng cửa phiên buổi chiều.

Khớp lệnh liên tục được sử dụng để xác định giá trong suốt giờ làm việc của 2 phiên.

#### **2.5.4. Một số giao dịch đặc biệt**

##### **2.5.4.1. Giao dịch Lô lớn**

Giao dịch lô lớn (Block trading) là giao dịch có khối lượng lớn hoặc giá trị lớn về chứng khoán. Tiêu chí về giao dịch lô lớn

được xác lập phụ thuộc vào quy mô thị trường, tính thanh khoản của từng thị trường và quy mô vốn cổ phần của các công ty niêm yết, chẳng hạn ở Sở giao dịch New York quy định giao dịch lô lớn là giao dịch có khối lượng từ 10.000 cổ phiếu trở lên hay có giá trị từ 200.000 USD trở lên, Thái Lan là 100 lô chẵn hoặc 1 triệu Bath.

Giao dịch lô lớn được hầu hết các Sở giao dịch thiết lập một phương thức giao dịch riêng. Sở dĩ như vậy, bởi lẽ trong giao dịch chứng khoán, sự xuất hiện các lệnh giao dịch với khối lượng lớn có thể tác động lớn đến giá của một loại chứng khoán nào đó theo một chiều hướng không tốt, để giảm bớt ảnh hưởng gây biến động giá của các lệnh giao dịch lô lớn đối với thị trường nên cần tách biệt hệ thống giao dịch khớp lệnh với giao dịch lô lớn. Ở Việt Nam hiện nay, giao dịch lô lớn được thực hiện theo *phương thức thỏa thuận*.

Phương thức thỏa thuận là phương thức giao dịch, trong đó các thành viên tự thỏa thuận với nhau về các điều kiện giao dịch và được đại diện giao dịch của các thành viên nhập thông tin vào hệ thống giao dịch để ghi nhận.

Giao dịch theo phương thức này sẽ giúp cho các nhà đầu tư dễ dàng thực hiện các lệnh giao dịch có khối lượng chứng khoán lớn đồng thời còn nâng cao tính thanh khoản cho thị trường.

#### *2.5.4.2. Giao định ký quỹ*

Giao dịch ký quỹ (Margin trading) là việc mua hoặc bán chứng khoán mà trong đó người đầu tư chỉ có một phần số tiền hoặc chứng khoán để mua hoặc bán, phần còn lại do công ty chứng khoán cho vay.

Đối với nhà đầu tư, sử dụng giao dịch ký quỹ là một cách để có thể gia tăng lợi nhuận đầu tư, nhưng cũng có thể bị thua lỗ

nặng nề hơn một khi không dự đoán đúng chiều hướng biến động giá chứng khoán trên thị trường. Giao dịch ký quỹ có thể tác động tích cực nhưng cũng có thể tác động tiêu cực đến thị trường. Việc thực hiện giao dịch ký quỹ có thể góp phần làm cân bằng tạm thời cung và cầu chứng khoán trên thị trường, làm tăng tính thanh khoản của thị trường. Tuy vậy, giao dịch và ký quỹ cũng ẩn chứa mức độ rủi ro cao có thể làm tổn hại đến thị trường. Vì thế, giao dịch ký quỹ thường chỉ được các thị trường áp dụng khi thị trường đã đạt đến một trình độ phát triển nhất định.

Giao dịch ký quỹ chia làm hai loại mua ký quỹ và bán khống.

*Mua ký quỹ (Margin Purchase)* là việc mua chứng khoán mà nhà đầu tư chỉ cần có một số tiền nhất định trong tổng giá trị số chứng khoán đặt mua, phần tiền còn lại do công ty chứng khoán cho vay. Sau khi thực hiện giao dịch, số chứng khoán đã mua của người đầu tư được công ty chứng khoán gửi làm vật thế chấp cho khoản tiền vay. Khi nhà đầu tư có nhu cầu bán chứng khoán, công ty chứng khoán sẽ thực hiện bán chứng khoán cho nhà đầu tư, từ số tiền bán chứng khoán đó công ty chứng khoán sẽ thu hồi số vốn gốc cho vay và tiền lãi cho vay. Nhà đầu tư sử dụng giao dịch ký quỹ khi dự đoán giá chứng khoán sẽ tăng lên.

Để thực hiện mua giao dịch ký quỹ, nhà đầu tư mở một tài khoản đặc biệt: Tài khoản ký quỹ và khi thực hiện một giao dịch nhà đầu tư phải đảm bảo được tỷ lệ ký quỹ bắt buộc. Tỷ lệ này do Ủy ban chứng khoán hay Sở giao dịch quy định và tùy theo tình hình của thị trường để điều chỉnh thay đổi tăng hoặc giảm tỷ lệ ký quỹ bắt buộc.

*Bán khống (Short sale)* là việc người đầu tư đặt lệnh bán chứng khoán mà chứng khoán bán không thuộc sở hữu của người

đầu tư tại thời điểm bán hay nói cách khác bán khống là người đầu tư vay chứng khoán của công ty chứng khoán để bán, sau đó sẽ chờ mua chứng khoán khi giá giảm xuống để trả lại cho công ty chứng khoán.

Khi sử dụng nghiệp vụ bán khống, người đầu tư kỳ vọng có khả năng thu được lợi nhuận từ việc chứng khoán sẽ giảm giá trong tương lai, đây là kỹ thuật kinh doanh chứng khoán ngược lại với trường hợp mua ký quỹ. Việc bán khống có thể đưa lại khoản lợi nhuận rất lớn cho người đầu tư nhưng cũng ẩn chứa mức độ rủi ro rất cao.

#### 2.5.4.3. Giao dịch không được hưởng cổ tức hoặc quyền kèm theo

Hàng năm, thông thường theo định kỳ (3 tháng, 6 tháng hoặc 1 năm) công ty cổ phần thực hiện trả cổ tức cho các cổ đông.

Khi một công ty cổ phần quyết định công bố trả cổ tức cho cổ đông, công ty thường gửi một bản thông báo tuyên bố trả cổ tức. Để xác định cụ thể những cổ đông được quyền hưởng cổ tức, công ty cổ phần sẽ công bố ngày đăng ký sở hữu (Record date). Trên cơ sở đó, những người đầu tư có tên trong Sổ cổ đông của công ty cổ phần vào ngày đăng ký sở hữu là cổ đông được nhận cổ tức.

Cổ phiếu của công ty thường xuyên được mua đi bán lại trên thị trường và do vậy cũng thường xuyên có sự thay đổi quyền sở hữu cổ phiếu. Mặt khác, khi giao dịch xảy ra ở một ngày nhất định - Ngày giao dịch (T) phải sau một số ngày làm việc mới hoàn tất việc thanh toán - Ngày thanh toán (T+x) do vậy, khi nhà đầu tư mua chứng khoán chưa có tên trong danh sách cổ đông vào ngày đăng ký sở hữu thì không được quyền nhận cổ tức. Căn cứ vào chu kỳ thực hiện thanh toán, Sở giao dịch công bố ngày giao dịch

không được hưởng cổ tức (ex- dividend date) chặng hạn theo chu kỳ thanh toán T<sub>+</sub>, người đầu tư mua cổ phiếu trước ngày đăng ký sở hữu là 2 ngày làm việc sẽ không có tên trong sổ cổ đông, vì giao dịch chưa được thanh toán, vì thế sẽ không được nhận cổ tức. Như vậy, người đầu tư mua cổ phiếu trong ngày giao dịch không được hưởng cổ tức sở sẽ không được hưởng quyền nhận cổ tức. Trong ngày không được hưởng cổ tức, khi cổ phiếu được giao dịch thì giá của cổ phiếu sẽ được Sở giao dịch điều chỉnh giảm đi một số tiền tương ứng với giá trị của cổ tức sẽ trả cho cổ đông.

Tương tự như vậy, trường hợp công ty phát hành thêm cổ phiếu mới để huy động vốn và dành quyền ưu tiên mua cho cổ đông hiện hành, người đầu tư mua cổ phiếu sẽ không được hưởng quyền ưu tiên mua vào ngày giao dịch không được hưởng quyền (ex - Right date). Căn cứ vào chu kỳ thanh toán và ngày đăng ký sở hữu Sở giao dịch sẽ công bố ngày giao dịch không được hưởng quyền và trong ngày giao dịch không được quyền, Sở giao dịch sẽ điều chỉnh giảm giá loại cổ phiếu đó tương ứng với giá trị của quyền mua cổ phiếu đó.

### **2.5.5. Phương thức giao dịch và quá trình thực hiện giao dịch**

#### **2.5.5.1. Phương thức giao dịch**

Có thể phân biệt 3 phương thức giao dịch ở các Sở giao dịch chứng khoán:

- Phương thức giao dịch thủ công: Theo phương thức này toàn bộ các thao tác giao dịch đều do người môi giới thực hiện không có sự trợ giúp nào của máy móc. Hiện nay, phương thức này hầu như không còn tồn tại.

- Phương thức giao dịch bán tự động: Đây là hệ thống kết hợp giao dịch thủ công với giao dịch qua máy tính điện tử. Theo

phương thức này, một số khâu trong công đoạn giao dịch được thực hiện bằng phương thức thủ công như việc nhận lệnh... còn các khâu khác được thực hiện với sự trợ giúp của máy tính điện tử. Hiện nay, ở một số Sở giao dịch chứng khoán lớn như Sở giao dịch TOKYO, Sở giao dịch New York... Cổ phiếu của các công ty lớn, có uy tín vẫn được duy trì giao dịch trên sàn theo phương thức kết hợp thủ công với hệ thống máy vi tính.

- Phương thức giao dịch điện tử tự động hoá hoàn toàn: Với phương thức này, tất cả các khâu trong giao dịch đều thông qua hệ thống máy tính điện tử. Phương thức giao dịch này đang được phát triển mạnh mẽ trở thành xu thế của hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới trong việc áp dụng các thành tựu của công nghệ thông tin.

#### *2.5.5.2. Quá trình thực hiện giao dịch ở Sở giao dịch chứng khoán*

Việc mua, bán chứng khoán ở cơ Sở giao dịch chứng khoán được thực hiện theo trình tự sau:

*- Bước 1: Mở tài khoản và ký quỹ.*

- Nhà đầu tư lựa chọn một công ty chứng khoán thành viên làm thủ tục mở tài khoản:

+ Viết đơn xin mở tài khoản giao dịch.

+ Ký hợp đồng mở tài khoản với công ty chứng khoán.

- Ký quỹ bảo đảm: Khi đặt lệnh giao dịch, nhà đầu tư phải có số dư tiền hoặc chứng khoán trong tài khoản (theo mức quy định của từng thị trường) để đảm bảo cho giao dịch của mình.

*- Bước 2: Đặt lệnh giao dịch.*

Chỉ sau khi hoàn tất việc mở tài khoản và ký quỹ, nhà đầu tư mới được phép đặt lệnh. Nhà đầu tư có thể đặt lệnh trực tiếp

bằng phiếu lệnh tại công ty chứng khoán hoặc đặt lệnh gián tiếp qua điện thoại, Fax hay qua mạng Internet... tuỳ theo sự phát triển của thị trường và quy định của công ty chứng khoán. Khi nhận được lệnh, nhân viên môi giới của công ty chứng khoán phải kiểm tra tính hợp lệ của lệnh và tình trạng tài khoản của nhà đầu tư, và tiếp đó ngay lập tức phải chuyển lệnh cho bộ phận giao dịch của công ty.

- *Bước 3: Chuyển lệnh đến người đại diện của công ty tại Sở giao dịch chứng khoán.*

Sau khi kiểm tra lệnh, nhân viên giao dịch ở bộ phận giao dịch của công ty phải lập tức chuyển lệnh đó tới người đại diện của công ty tại sàn giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán.

- *Bước 4: Nhập lệnh vào hệ thống giao dịch.*

Khi nhận được lệnh, người đại diện của công ty chứng khoán ở Sở giao dịch phải kiểm tra lại lệnh và ngay lập tức thực hiện nhập lệnh vào hệ thống giao dịch của Sở giao dịch, chỉ khi hoàn tất việc nhập lệnh vào hệ thống giao dịch mới tính giờ lệnh đến.

- *Bước 5: Khớp lệnh và thông báo kết quả.*

Tùy theo phương thức khớp lệnh đã được lựa chọn, hệ thống giao dịch của Sở sẽ được thực hiện việc khớp lệnh. Kết quả giao dịch được thông báo trên màn hình ở sàn giao dịch của Sở giao dịch và màn hình của công ty chứng khoán.

Cuối buổi giao dịch, kết quả giao dịch được Đại diện của công ty chứng khoán chuyển về bộ phận giao dịch của công ty và kết quả giao dịch cũng được Sở giao dịch chuyển cho Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán.

*Bước 6: Thông báo kết quả cho nhà đầu tư.*

Khi lệnh giao dịch của khách hàng được thực hiện, công ty chứng khoán có trách nhiệm thông báo kết quả cho khách hàng, có thể thông báo ngay cho khách hàng qua điện thoại hoặc thông báo bằng văn bản trong ngày giao dịch.

*Bước 7: Xác nhận giao dịch và làm thủ tục thanh toán.*

Sau khi nhận được kết quả giao dịch, bộ phận giao dịch của công ty chứng khoán chuyển cho bộ phận thanh toán của công ty. Cuối buổi giao dịch, bộ phận thanh toán của công ty lập báo cáo kết quả giao dịch và chuyển cho Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán để thực hiện việc thanh toán.

*Bước 8: Thanh toán và hoàn tất giao dịch.*

Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán tiến hành đối chiếu kết quả giao dịch do Sở GDCK cung cấp và báo cáo kết quả giao dịch của các công ty chứng khoán để tiến hành thanh toán bù trừ.

Đến cuối ngày thanh toán T+x, tiền của người bán chứng khoán và chứng khoán của người mua chứng khoán sẽ được ghi có vào tài khoản của khách hàng tại công ty chứng khoán.

Ngoài ra, định kỳ (hàng tháng) công ty chứng khoán có trách nhiệm gửi sao kê tài khoản cho khách hàng. Trong đó, liệt kê chi tiết mọi thay đổi về tiền và chứng khoán của tài khoản. Nhà đầu tư cần kiểm tra tính chính xác của các số phát sinh và số dư của tài khoản. Nếu phát hiện sự nhầm lẫn, sai sót nhà đầu tư phải kịp thời thông báo cho công ty chứng khoán.

## **2.6. Hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ**

### **2.6.1. Khái niệm và vai trò của hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ và thanh toán chứng khoán**

Để đảm bảo cho thị trường chứng khoán hoạt động nhịp nhàng, thông suốt, an toàn và có hiệu quả cần phải tổ chức tốt hệ

thống lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán. Đây là vấn đề quan trọng và cũng rất phức tạp nhất là đối với những Sở giao dịch chứng khoán có khối lượng và nhịp độ giao dịch lớn.

Hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán là hệ thống tổ chức phối hợp các bộ phận cung cấp các dịch vụ lưu giữ chứng khoán cho khách hàng, thực hiện việc thanh toán trong giao dịch chứng khoán giữa các khách hàng và thực hiện các dịch vụ khác giúp khách hàng thực hiện các quyền của mình đối với chứng khoán. Thông thường, hệ thống này thực hiện các hoạt động chủ yếu sau:

- Hoạt động đăng ký chứng khoán: là việc tổ chức thực hiện 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 chứng khoán.

Để thực hiện các các quyền của mình đối với loại chứng khoán đang nắm giữ, người đầu tư phải thực hiện đăng ký tên mình trong danh sách người sở hữu chứng khoán của tổ chức phát hành.

- Hoạt động lưu ký chứng khoán: là việc tổ chức thực hiện lưu giữ, bảo quản chứng khoán của khách hàng và giúp khách hàng thực hiện các quyền mình đối với chứng khoán.

- Hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán: là hoạt động thực hiện xử lý thông tin các báo cáo giao dịch chứng khoán nhằm đưa ra con số cuối cùng mà các bên thực hiện giao dịch phải thanh toán, trên cơ sở đó thực hiện hoàn tất việc thanh toán, trong đó, bên bán chứng khoán chuyển giao quyền sở hữu chứng khoán và bên mua thanh toán việc thu tiền.

Hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán có vai trò hết sức quan trọng để đảm bảo cho thị trường

---

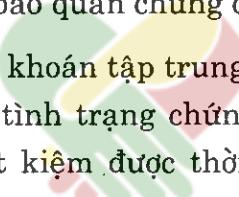
chứng khoán hoạt động thông suốt liên tục, an toàn và có hiệu quả. Điều đó được thể hiện ở các điểm chủ yếu sau:

- *Giảm chi phí cho các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán.*

Khi hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký phát triển tới mức độ nhất định thì việc quản lý chứng khoán sẽ được thực hiện qua hệ thống cơ sở dữ liệu có tính chất tự động. Điều đó sẽ đưa đến làm tiết kiệm thời gian và giảm chi phí cho các chủ thể tham gia thị trường như:

Nhờ hệ thống lưu ký chứng khoán tập trung hoặc thực hiện phi vật chất hoá chứng khoán nên tiết kiệm được chi phí in ấn chứng chỉ chứng khoán bảo quản chứng chỉ chứng khoán.

Việc ký gửi chứng khoán tập trung vào hệ thống lưu ký giúp nhà đầu tư tránh được tình trạng chứng khoán bị hư hỏng, mất cắp hay thất lạc và tiết kiệm được thời gian trong việc quản lý chứng khoán.

 500đồng.com

Giảm được chi phí trong khâu thanh toán giao dịch. Nhờ vào sự hoạt động của hệ thống có thể tiết kiệm được chi phí chuyển giao chứng khoán bằng chứng chỉ vật chất, nhất là khi thị trường hoạt động với khối lượng và nhịp độ giao dịch lớn v.v.v.

- *Đảm bảo thanh toán nhanh, góp phần tăng vòng quay vốn của thị trường và của người đầu tư.*

Hệ thống lưu ký thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán thực hiện việc thanh toán qua bút toán ghi sổ, mặt khác, nhờ có đội ngũ cán bộ có nghiệp vụ chuyên sâu nên có thể rút ngắn được thời gian thanh toán các giao dịch. Từ đó, tạo điều kiện cho các nhà đầu tư có thể tăng nhanh được vòng quay đồng vốn tham

gia được nhiều hơn vào giao dịch chứng khoán góp phần tăng khối lượng và nhịp độ giao dịch trên thị trường.

*- Góp phần giảm rủi ro cho hoạt động của thị trường và giúp cho việc quản lý thị trường chứng khoán có hiệu quả.*

Trước hết nhờ vào hoạt động của hệ thống này tránh được tình trạng chứng khoán giả trong giao dịch, giúp cho nhà đầu tư không bị tổn thất.

Với việc thực hiện nhanh đôi chiều giao dịch và thanh toán của hệ thống có thể giảm bớt được rủi ro cho nhà đầu tư như rủi ro do lỗi của của máy tính và đặc biệt là rủi ro trong trường hợp có bên đối tác mất khả năng thanh toán không có đủ tiền hoặc chứng khoán để chuyển giao vào thời điểm thanh toán.

Việc quản lý tốt hoạt động của hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ và đăng ký chứng khoán cho phép nhanh chóng nắm được các thông tin về người sở hữu chứng khoán, tình hình giao dịch và thanh toán để người quản lý thị trường và các nhà đầu tư có biện pháp thích ứng đảm bảo cho các giao dịch trên thị trường thực hiện được ổn định và liên tục.

### **2.6.2. Nội dung chủ yếu hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán**

Theo xu thế phát triển chung của thị trường chứng khoán ở nhiều nước, tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ là một tổ chức độc lập có thể tổ chức dưới hình thức là công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc công ty cổ phần. Tổ chức này sẽ cung cấp các dịch vụ lưu ký và đăng ký chứng khoán, thanh toán bù trừ cho cả thị trường chứng khoán tập trung và thị trường chứng khoán phi tập trung, bao gồm cả chứng khoán niêm yết và chứng khoán không niêm yết. Việc tổ chức như vậy sẽ đạt được hiệu quả cao

trong hoạt động nhờ lợi thế của quy mô lớn đồng thời giảm được rủi ro hoạt động do thực hiện chuyên môn hoá cao các nghiệp vụ hoạt động. Thành viên của tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ thường là các công ty chứng khoán và ngân hàng thương mại.

**- Hoạt động đăng ký chứng khoán.**

Về nguyên tắc chung, tất cả chứng khoán niêm yết phải được đăng ký tập trung tạo Sở giao dịch chứng khoán.

Nội dung chủ yếu của hoạt động đăng ký chứng khoán bao gồm:

- + Thực hiện đăng ký chứng khoán mới phát hành.
- + Quản lý sổ đăng ký người sở hữu chứng khoán.
- + Quản lý sổ đăng ký chứng khoán chuyển nhượng? Sổ đăng ký chứng khoán cầm cố.
- + Thực hiện các nghiệp vụ đăng ký chứng khoán liên quan đến tăng vốn của công ty phát hành.
- + Thực hiện một số dịch vụ khác.

**- Hoạt động lưu ký chứng khoán.**

Về nguyên tắc chung, tất cả chứng khoán niêm yết phải được lưu ký tập trung

Hoạt động lưu ký chứng khoán bao gồm các nội dung chủ yếu sau:

- + Mở tài khoản lưu ký.

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.

Khách hàng muốn gửi chứng khoán tại thành viên lưu ký phải làm thủ tục mở tài khoản lưu ký chứng khoán. Thành viên lưu ký có nghĩa vụ mở và quản lý tài khoản lưu ký chứng khoán cho từng khách hàng và quản lý chứng khoán ký gửi cho thành viên lưu ký.

+ Ký gửi, quản lý và bảo quản tập trung chứng khoán.

Ký gửi chứng khoán tại thành viên lưu ký: Để gửi chứng khoán tập trung vào trung tâm của tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ, khách hàng phải làm thủ tục gửi chứng khoán tạo thành viên lưu ký của khách hàng mở tài khoản lưu ký chứng khoán.

Thành viên lưu ký tiếp nhận và hạch toán chứng khoán ký gửi: Sau khi thực hiện đầy đủ các thủ tục kiểm tra chứng khoán của khách hàng, thành viên lưu ký hạch toán số chứng khoán đó hạch toán vào tài khoản lưu ký chứng khoán của khách hàng.

Thành viên lưu ký tái lưu ký chứng khoán vào trung tâm của tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ.

Trung tâm của tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ tiếp nhận và hạch toán chứng khoán lưu ký: Sau khi kiểm nhận số chứng khoán cho thành viên tái lưu ký trung tâm của tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ hạch toán chứng khoán vào tài khoản chứng khoán giao dịch của khách hàng của thành viên lưu ký. Chứng khoán của khách hàng được bảo quản và lưu ký tập trung tại kho lưu giữ chứng khoán của trung tâm.

- *Hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán.*

Hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán là một hoạt động nghiệp vụ chuyên sâu ở Sở giao dịch chứng khoán. Ở đây, chỉ xem

xét khái quát hoạt động này để thấy một bộ phận vận hành của thị trường.

Một số điểm cần lưu ý trong nguyên tắc chung tổ chức thanh toán bù trừ chứng khoán ở Sở hay trung tâm giao dịch chứng khoán là:

+ Thanh toán bù trừ được áp dụng cho tất cả các giao dịch chứng khoán ở Sở hay trung tâm giao dịch chứng khoán.

+ Việc thanh toán chứng khoán phải tuân thủ các nguyên tắc giao chứng khoán đồng thời thanh toán tiền.

Nhìn chung, hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán được thực hiện theo quy trình bao gồm các bước chủ yếu sau:

+ *Bước 1: Chuẩn bị thanh toán.*

Trong bước này bao hàm nội dung các công việc:

+ Lập báo cáo giao dịch: Sau khi kết thúc phiên giao dịch, kết quả giao dịch được chuyển cho bộ phận thanh toán bù trừ của trung tâm giao dịch. Bộ phận này sẽ lập bản báo cáo thanh toán giao dịch.

+ Đổi chiếu giao dịch: Các thành viên lưu ký nhận bản báo cáo thanh toán giao dịch tại bộ phận thanh toán bù trừ của trung tâm giao dịch và sẽ tiến hành đổi chiếu giao dịch với số liệu giao dịch mà khách hàng của mình đã thực hiện (ghi nhận các sai sót nếu có), sau đó gửi báo cáo xác nhận cho trung tâm giao dịch.

*Bước 2: Thực hiện bù trừ và thanh toán.*

Sau khi nhận được báo cáo xác nhận thanh toán giao dịch của các thành viên lưu ký, trung tâm chứng khoán thực hiện bù trừ các giao dịch chứng khoán và lập các chứng từ thanh toán.

*Bước 3: Hoàn tất việc thanh toán.*

## 2.7. Hệ thống công khai thông tin

### 2.7.1. *Tầm quan trọng của công khai thông tin*

Công khai thông tin là vấn đề rất quan trọng để đảm bảo cho một thị trường chứng khoán phát triển lành mạnh.

Công khai thông tin là công bố và phổ biến rộng rãi các thông tin cần thiết về tình hình của tổ chức phát hành, tổ chức kinh doanh chứng khoán và tình hình của thị trường tới các nhà đầu tư và các cơ quan quản lý thị trường.

Việc công khai thông tin có ý nghĩa rất quan trọng:

- Chứng khoán là loại hàng hoá đặc biệt, nhà đầu tư không thể trực tiếp đánh giá được chất lượng của loại chứng khoán. Do đó, đòi hỏi phải có thông tin kịp thời và tin cậy về tình hình hoạt động của chủ thể phát hành mới giúp cho các nhà đầu tư đánh giá chất lượng của chứng khoán và quyết định mua hoặc bán chứng khoán từ đó khiến cho giá chứng khoán được hình thành một cách đúng đắn và khách quan trên thị trường.

- Công khai thông tin là công cụ quan trọng bảo vệ các nhà đầu tư, ngăn chặn các hoạt động tiêu cực lũng loạn, thao túng thị trường.

- Công khai thông tin là một biện pháp hữu hiệu để duy trì và phát triển thị trường chứng khoán lành mạnh, trật tự và công bằng. Niềm tin của các nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán dựa trên chất lượng thông tin công ty mà họ có. Trên thị trường chứng khoán, tính minh bạch có tác động trực tiếp đến tâm lý và hành vi của nhà đầu tư. Các nhà đầu tư càng thu được nhiều thông tin họ càng tự tin hơn khi đầu tư vào thị trường. Một hệ thống công bố thông tin có hiệu quả sẽ góp phần cho sự phát triển của thị trường chứng khoán lành mạnh.

### 2.7.2. Yêu cầu của việc công khai thông tin

Công khai thông tin phải đáp ứng các yêu cầu chủ yếu sau:

- Chính xác: Các thông tin theo quy định phải công bố của công ty phát hành, của Sở giao dịch chứng khoán yêu cầu phải chính xác. Thông tin thiếu chính xác dẫn đến quyết định sai lầm làm tổn hại tới lợi ích của các nhà đầu tư

- Kịp thời: việc công bố thông tin kịp thời là yếu tố quan trọng giúp cho các nhà đầu tư đưa ra các quyết định đúng lúc chớp được cơ hội kinh doanh việc công bố thông tin chậm trễ sẽ tạo ra kẽ hở cho các giao dịch nội gián, giao dịch mờ ám và do vậy, dễ gây ra sự dao động lớn về giá cổ phiếu của công ty.

- Công bằng: Các thông tin công bố phải được phổ biến rộng rãi tới các nhà đầu tư, để có các nhà đầu tư có cơ hội tiếp cận thông tin ngang nhau từ đó ra quyết định đầu tư. Nếu có một số ít người có thể tiếp cận được thông tin thì họ có thể thu được những thu nhập bất chính và gây ra sự thiệt hại đối với các nhà đầu tư khác.

500đồng.com

### 2.7.3. Công bố thông tin của các tổ chức trên thị trường, chứng khoán

#### 2.7.3.1. Công bố thông tin của tổ chức phát hành, tổ chức niêm yết

Việc công bố thông tin của tổ chức phát hành, tổ chức niêm yết hết sức quan trọng đối với các nhà đầu tư. Nội dung chủ yếu công bố thông tin đối với các tổ chức này là công bố các thông tin cần thiết liên quan đến tình hình và kết quả hoạt động của tổ chức. Việc công bố thông tin được thực hiện dưới các hình thức.

- *Công bố thông tin định kỳ*: Nội dung công bố thông tin định kỳ bao gồm:

+ Công bố thông tin về báo cáo tài chính hàng quý, báo cáo tài chính năm.

+ Công bố thông tin về báo cáo tài chính trường hợp nhận vốn hay góp vốn vào tổ chức khác.

- *Công bố thông tin bất thường:* Khi xảy ra các sự kiện có tính chất đột biến có thể ảnh hưởng lớn đến giá chứng khoán và lợi ích của người đầu tư, tổ chức phát hành, tổ chức niêm yết phải công bố thông tin theo quy định của pháp luật trong thời gian 24 giờ kể từ khi xảy ra sự kiện. Ví dụ như có biến động lớn về điều kiện liên quan đến hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty, bị tổn thất từ 10% giá trị vốn cổ phần trở lên, thay đổi Chủ tịch hội đồng quản trị v.v.v.

- *Công bố thông tin theo yêu cầu:* Trong những trường hợp có thông tin liên quan đến tổ chức phát hành, tổ chức niêm yết ảnh hưởng đến giá chứng khoán hoặc ảnh hưởng đến quyền lợi của người đầu tư và cần xác nhận thông tin đó hay giá và khối lượng giao dịch chứng khoán niêm yết thay đổi bất thường... Uỷ ban chứng khoán hoặc Sở giao dịch chứng khoán có thể yêu cầu tổ chức phát hành, tổ chức niêm yết công bố thông tin qua các phương tiện công bố thông tin đại chúng hoặc phương tiện công bố thông tin của Sở giao dịch chứng khoán về sự kiện, nguyên nhân và mức độ xác định của sự kiện đó.

#### 2.7.3.2. Công bố thông tin của công ty chứng khoán

Công ty chứng khoán có trách nhiệm công bố thông tin:

- Công bố thông tin cho nhà đầu tư: Các thông tin chủ yếu là:

+ Thông tin về tổ chức niêm yết và quỹ đầu tư chứng khoán

+ Công khai thông tin về các hình thức dịch vụ, phương thức đặt lệnh, nhận lệnh, thực hiện lệnh và danh sách thành viên HĐQT, Ban giám đốc công ty v.v.v.

- Công bố về báo cáo tài chính hàng năm.

- Công bố thông tin bất thường.

#### *2.7.3.3. Công bố thông tin của công ty quản lý Quỹ*

Công ty quản lý Quỹ phải công bố các thông tin sau:

- Công bố thông tin bất thường.

- Công bố thông tin theo yêu cầu.

#### *2.7.3.4. Công bố thông tin của Sở giao dịch chứng khoán*

Thông tin của Sở giao dịch chứng khoán là yếu tố tác động rất lớn đến quyết định đầu tư của người đầu tư. Công bố thông tin của Sở giao dịch chứng khoán bao gồm các nội dung chủ yếu sau:

- Thông tin về giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán: thông tin trong giờ giao dịch, thông tin định kỳ trong ngày giao dịch.

- Thông tin về tổ chức niêm yết

Thông tin về công ty chứng khoán là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán

- Thông tin về công ty quản lý Quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán

- Thông tin về quản lý thị trường.

- Thông tin khác về tình hình thị trường.

Để duy trì được một thị trường chứng khoán lành mạnh và trật tự, thị trường chứng khoán cần phải được trang bị một hệ

thống công bố thông tin hiệu quả với đầy đủ thông tin được công bố, các chế tài thích hợp để xử lý các hành vi vi phạm quy định công bố thông tin.

### III. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHI TẬP TRUNG

#### 3.1. Tổng quan về sự hình thành và phát triển thị trường chứng khoán phi tập trung (thị trường OTC)

Lịch sử hình thành và phát triển thị trường chứng khoán cho thấy thị trường chứng khoán phi tập trung (thị trường OTC) là thị trường chứng khoán xuất hiện sớm nhất.

Trong giai đoạn đầu hình thành, phát triển của thị trường này, việc mua bán chứng khoán chủ yếu được thực hiện thông qua quầy của các ngân hàng, các công ty chứng khoán. Phương thức giao dịch chủ yếu là mua bán trực tiếp thủ công, thương lượng giá.

Khi thị trường đã phát triển, hoạt động của thị trường được thực hiện bởi một mạng lưới các nhà môi giới và tự doanh chứng khoán mua bán với nhau và với các nhà đầu tư ở các địa điểm phân tán khác nhau mà không có trung tâm giao dịch. Các loại chứng khoán giao dịch trên thị trường này là chứng khoán chưa niêm yết, chủ yếu là của các công ty vừa và nhỏ. Việc giao dịch được thực hiện thông qua mạng lưới điện thoại, điện tín, giá cả chứng khoán giao dịch trên thị trường này được xác định dựa trên cơ sở thỏa thuận, thương lượng. Thị trường được đặt dưới sự quản lý, điều hành của các tổ chức tự quản và quản lý của Nhà nước.

Với sự phát triển bùng nổ của Công nghệ thông tin, thị trường chứng khoán phi tập trung ở nhiều nước phát triển rất nhanh chóng trở thành một loại hình thị trường chứng khoán hiện đại. Ngày nay khi đề cập đến thị trường chứng khoán phi tập trung chủ yếu là nói đến một thị trường chứng khoán được tổ chức

chặt chẽ bởi các tổ chức tự quản và sự quản lý của Nhà nước. Trên thị trường này, chứng khoán được giao dịch là chứng khoán chưa niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán; việc giao dịch được thực hiện bởi một mạng lưới các nhà môi giới, tự doanh chứng khoán và nhà tạo lập thị trường liên kết với nhau và liên kết với trung tâm quản lý chủ yếu thông qua mạng máy tính điện tử điện rộng, cơ chế xác lập giá chủ yếu là dựa trên cơ sở thương lượng giá.

### **3.2. Đặc điểm của thị trường chứng khoán phi tập trung**

Hiện nay, việc phát triển thị trường chứng khoán phi tập trung ở nhiều nước trên thế giới thực hiện xây dựng theo mô hình thị trường Nasdaq của Mỹ với việc vận dụng phù hợp với điều kiện, hoàn cảnh của mỗi nước. Mặc dù sự phát triển thị trường chứng khoán phi tập trung ở các nước khá đa dạng nhưng nhìn chung thị trường này đều có một số đặc điểm chủ yếu sau:

- Hình thức tổ chức.

Về cơ bản thị trường này không có địa điểm giao dịch tập trung giữa bên mua và bên bán như đối với thị trường Sở giao dịch. Tuy nhiên, hiện nay với việc sử dụng mạng điện tử điện rộng đã làm cho việc giao dịch trên thị trường này có tính tập trung cao hơn.

- Chứng khoán giao dịch trên thị trường.

Là những chứng khoán chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên Sở giao dịch, trong đó chủ yếu là chứng khoán của các công ty vừa và nhỏ, công ty công nghệ cao, công ty mới thành lập nhưng có tiềm năng phát triển. Chính vì thế, chứng khoán giao dịch trên thị trường này có độ rủi ro cao hơn so với chứng khoán trên Sở giao dịch chứng khoán. Tiêu chuẩn để chứng khoán được giao dịch trên thị trường này thấp hơn, linh hoạt hơn so với tiêu chuẩn niêm yết

ở Sở giao dịch. Phần lớn các thị trường chứng khoán phi tập trung đều có quy định tiêu chuẩn về vốn điều lệ tối thiểu và yêu cầu đảm bảo tính thanh khoản của chứng khoán.

- Thị trường chứng khoán phi tập trung hiện đại là thị trường được tổ chức chặt chẽ, sử dụng hệ thống máy tính điện tử điện rộng liên kết tất cả các đối tượng tham gia thị trường.

Sử dụng mạng điện tử điện rộng đặt dưới sự quản lý thống nhất của một tổ chức là một nét đặc trưng của thị trường OTC hiện đại. Thông qua hệ thống mạng của thị trường, các đối tượng tham gia có thể truy cập, nhận và thông báo thông tin liên quan đến giao dịch chứng khoán cũng như đặt lệnh giao dịch, đàm phán thương lượng giá v.v.v.

- Cơ chế xác lập giá trên thị trường OTC chủ yếu dựa trên cơ sở thương lượng, thỏa thuận giá giữa bên mua và bên bán.

Phương thức giao dịch trên thị trường OTC ở các nước khá đa dạng, tùy thuộc vào điều kiện và sự phát triển của thị trường mà người ta lựa chọn, áp dụng phương thức giao dịch thích hợp. Nhưng có thể thấy có 3 phương thức giao dịch chủ yếu: Phương thức giao dịch thoả thuận giản đơn, phương thức giao dịch báo giá trung tâm, phương thức giao dịch có sự tham gia của nhà tạo lập thị trường. Nhìn chung phương thức giao dịch trên thị trường OTC đa dạng, linh hoạt hơn so với phương thức giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán, tuy nhiên các phương thức giao dịch trên thị trường OTC chủ yếu vẫn dựa trên cơ sở thương lượng, thỏa thuận về giá vì thế, tại một thời điểm có thể có nhiều mức giá được hình thành đối với một loại chứng khoán. Hiện nay, với phương thức báo giá tập trung qua mạng máy tính điện tử và cơ chế cạnh tranh giá công khai giữa các nhà kinh doanh chứng khoán nên không có sự chênh lệch nhiều giữa các mức giá được hình thành.

- Hệ thống các nhà tạo lập thị trường.

Xu hướng chung của thị trường OTC hiện đại là có hệ thống các nhà tạo lập thị trường.

Nhà tạo lập thị trường là người thường xuyên nắm giữ chứng khoán, đồng thời sẵn sàng mua vào và cũng sẵn sàng bán ra một lượng chứng khoán nhất định mà họ là người tạo lập thị trường cho loại chứng khoán đó khi có lệnh đối ứng yêu cầu giao dịch.

Trách nhiệm chủ yếu của nhà tạo lập thị trường đối với loại chứng khoán mà họ đăng ký và có nghĩa vụ tạo lập thị trường là:

+ Phải thường xuyên báo giá mua và báo giá bán lên hệ thống mạng giao dịch.

+ Phải luôn nắm giữ một số lượng chứng khoán nhất định để thực hiện nghĩa vụ giao dịch khi có lệnh đối ứng do thành viên khác của thị trường gửi đến yêu cầu thực hiện giao dịch, thông thường quy định phải thực hiện giao dịch tối thiểu là một đơn vị giao dịch theo báo giá.

+ Phải tuân thủ các quy định khác của cơ quan quản lý thị trường OTC.

Để trở thành nhà tạo lập thị trường trên thị trường OTC phải đăng ký và được sự chấp thuận của cơ quan quản lý thị trường OTC.

Trên thị trường OTC, có thể có nhiều nhà tạo lập thị trường cùng thực hiện tạo lập thị trường cho một loại chứng khoán. Mặt khác, một nhà tạo lập thị trường có thể thực hiện tạo lập thị trường cho một hoặc một số loại chứng khoán.

Đối với thị trường OTC có sự tham gia của nhà tạo lập thị trường thì nhà tạo lập thị trường đóng vai trò rất quan trọng trong việc đảm bảo tính thanh khoản cho chứng khoán trên thị trường này. Cũng giống như nhà tự doanh chứng khoán, nhà tạo lập thị trường nắm giữ chứng khoán, thực hiện mua và bán chứng khoán cho chính mình, chấp nhận rủi ro và tìm kiếm lợi nhuận từ chênh lệch giá. Nhưng điểm khác giữa nhà tự doanh chứng khoán và nhà tạo lập thị trường là ở chỗ nhà tự doanh chứng khoán không đăng ký là nhà tạo lập thị trường và do vậy không phải tuân thủ các quy định như đối với nhà tạo lập thị trường.

- Cơ chế thanh toán trên thị trường OTC.

Trên thị trường này, cơ chế thanh toán giữa người mua và người bán linh hoạt đa dạng hơn so với phương thức thanh toán bù trừ đa phương thống nhất ở Sở giao dịch chứng khoán.

- Về quản lý thị trường.

Việc quản lý thị trường OTC được thực hiện tổ chức quản lý theo hai cấp: Cấp quản lý Nhà nước và cấp tự quản.

Cấp quản lý Nhà nước: Tuỳ theo điều kiện cụ thể của từng nước xác định cơ quan quản lý Nhà nước đối với thị trường OTC dựa trên cơ sở Luật chứng khoán và luật khác có liên quan.

Cấp tự quản: Chủ yếu có hai hình thức. Hình thức thứ nhất là do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán quản lý như thị trường NasdaQ ở Mỹ, Nhật, Hàn Quốc,... Hình thức thứ hai là do Sở giao dịch đồng thời quản lý như ở Anh, Pháp, Canada...

Nhìn chung, nội dung, phương thức và mức độ quản lý ở mỗi nước có những điểm khác biệt nhất định nhưng đều hướng tới mục tiêu chung là đảm bảo sự ổn định và phát triển của thị trường và bảo vệ lợi ích cho nhà đầu tư.

### 3.3. Phương thức giao dịch trên thị trường chứng khoán phi tập trung

Như đã nêu ở phần trên, phương thức giao dịch trên thị trường OTC khá đa dạng. Tuy vậy, có 3 phương thức giao dịch chủ yếu:

#### - *Phương thức giao dịch thỏa thuận giản đơn.*

Theo phương thức này việc giao dịch chứng khoán được thực hiện chủ yếu như sau:

+ Khách hàng mở tài khoản tại một công ty chứng khoán, khi muốn thực hiện giao dịch mua hoặc bán chứng khoán, khách hàng đặt lệnh giao dịch tại công ty chứng khoán, ở đây có thể xảy ra 2 trường hợp:

\* Nếu công ty chứng khoán là nhà tự doanh có loại chứng khoán khách hàng muốn mua thì bộ phận giao dịch của công ty sẽ trực tiếp thương lượng, thỏa thuận với khách hàng.

\* Nếu công ty chứng khoán không phải là nhà tự doanh chứng khoán hoặc không có loại chứng khoán khách hàng muốn mua thì bộ phận giao dịch của công ty qua hệ thống mạng sẽ tìm và liên hệ với công ty chứng khoán hoặc nhà tự doanh chứng khoán có giá chào bán thấp nhất để thương lượng, thỏa thuận giá. Khi giao dịch được thực hiện bộ phận giao dịch chuyển phiếu lệnh tới bộ phận thanh toán của công ty và thông báo cho khách hàng.

Tất cả các giao dịch được thực hiện công ty chứng khoán phải lập tức chuyển báo cáo kết quả tới phòng quản lý kinh doanh chứng khoán của tổ chức tự quản trực tiếp quản lý thị trường OTC.

#### - *Phương thức giao dịch báo giá*

Có thể khái quát phương thức giao dịch này như sau:

- + Khách hàng mở tài khoản và đặt lệnh giao dịch ở công ty chứng khoán.
- + công ty chứng khoán nhận được lệnh của khách hàng sẽ thực hiện gửi báo giá vào hệ thống báo giá trung tâm.

Hệ thống báo giá trung tâm thường là một mạng điện tử rộng kết nối tất cả các thành viên thuộc hệ thống. Trong thời gian giao dịch, các công ty chứng khoán thành viên sẽ gửi các báo giá một chiều bao gồm các tiêu chí giá và khối lượng chào mua hoặc chào bán cho khách hàng hoặc cho chính công ty. Các công ty chứng khoán thành viên sẽ xem xét tham khảo các chào giá đã được nhập vào hệ thống để lựa chọn đưa ra quyết định thực hiện giao dịch.

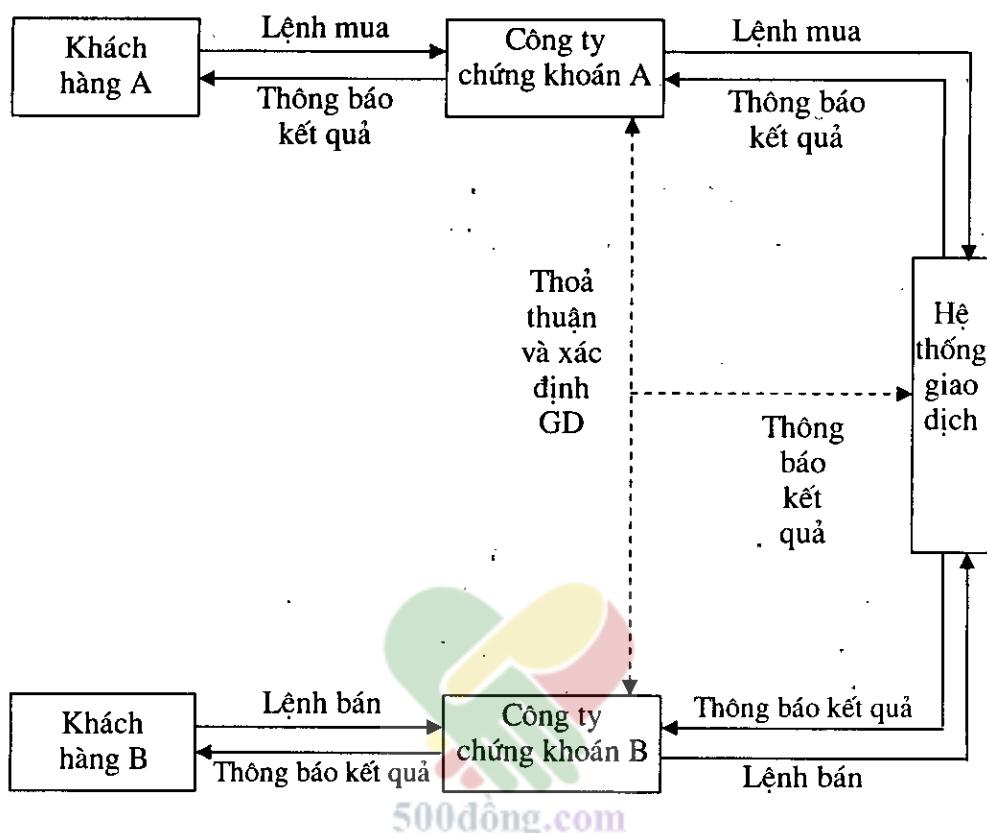
- + Thực hiện giao dịch.

Có thể có hai hình thức giao dịch: Giao dịch qua hệ thống giao dịch điện tử, và giao dịch thỏa thuận trực tiếp.

\* Giao dịch qua hệ thống giao dịch điện tử: công ty chứng khoán sẽ nhập lệnh vào hệ thống. Qua mạng điện tử, lệnh giao dịch được chuyển vào hệ thống khớp lệnh. Hệ thống này sẽ tự động khớp lệnh theo phương thức phù hợp đã được lựa chọn và sẽ tự động gửi xác nhận kết quả giao dịch cho công ty chứng khoán.

\* Giao dịch thỏa thuận trực tiếp: Các công ty chứng khoán có thể lựa chọn thực hiện giao dịch bằng cách thương lượng thỏa thuận trực tiếp qua mạng điện tử hoặc qua điện thoại với đối tác về giá và khối lượng giao dịch. Khi đạt được kết quả thỏa thuận giao dịch sẽ gửi ngay kết quả vào hệ thống báo cáo giao dịch của hệ thống trung tâm. Có thể khái quát việc giao dịch qua sơ đồ sau:

Sơ đồ: Giao dịch báo giá



- Giao dịch có sự tham gia của nhà tạo lập thị trường.

Có thể khái quát việc giao dịch trên hệ thống này qua nội dung chủ yếu sau:

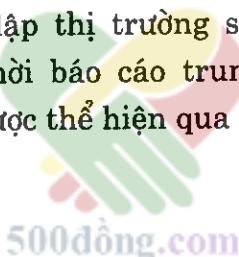
- + Các nhà tạo lập thị trường thường xuyên thực hiện yết giá 2 chiều đối với loại chứng khoán mà họ đã đăng ký đảm nhận là nhà tạo lập thị trường vào hệ thống yết giá.
- + Khách hàng mở tài khoản và đặt lệnh giao dịch ở công ty chứng khoán mà họ đã lựa chọn.
- + Công ty chứng khoán với vai trò là nhà môi giới sau khi nhận lệnh của khách hàng sẽ xem xét hệ thống yết giá và đặt lệnh giao dịch với nhà tạo lập thị trường có mức giá yết tốt nhất.

+ Nhà tạo lập thị trường khi nhận được lệnh giao dịch của công ty chứng khoán sẽ xem xét:

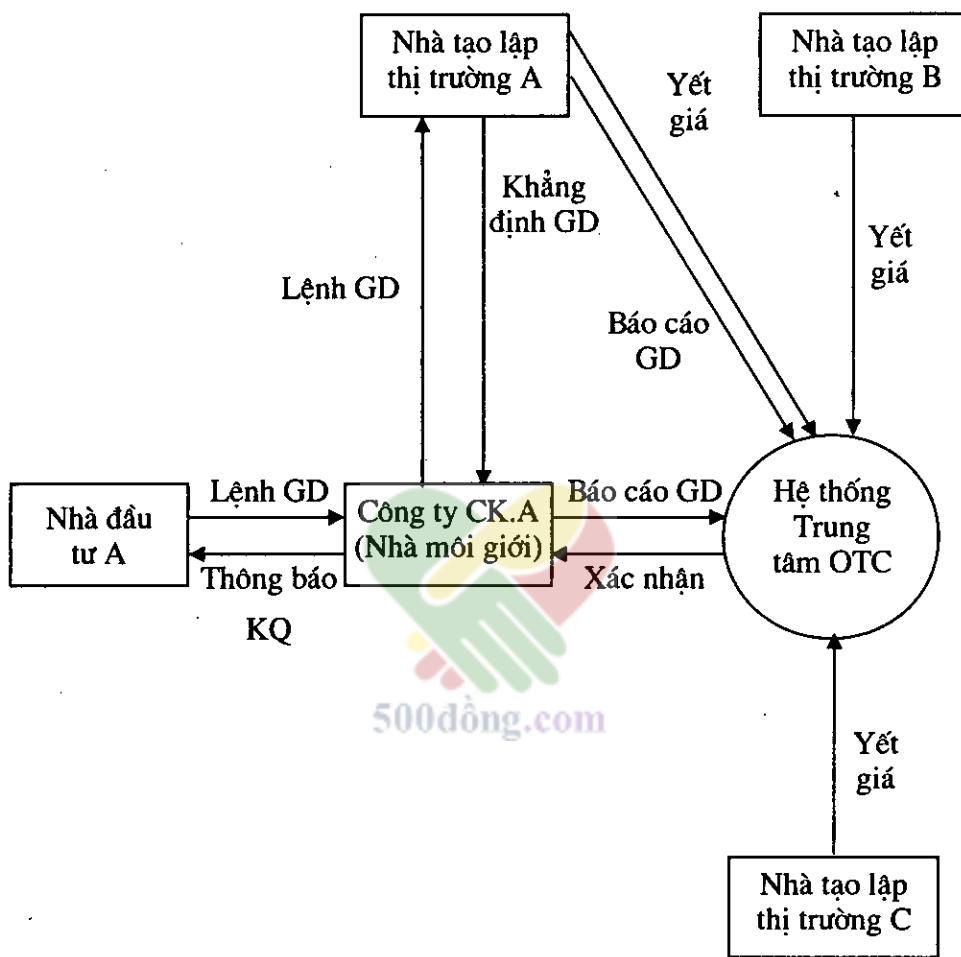
\* Nếu có thể thực hiện được ngay việc giao dịch, nhà tạo lập thị trường sẽ khẳng định thực hiện giao dịch với nhà môi giới. Và báo cáo kết quả với trung tâm hệ thống đồng thời điều chỉnh lại giá yết.

\* Nếu lệnh giao dịch của nhà môi giới đưa ra chưa thể khớp với giá yết, nhà tạo lập thị trường sẽ lưu lại lệnh này cho đến khi có giá yết khớp với lệnh của nhà môi giới thì sẽ thực hiện giao dịch.

+ Nhà môi giới khi nhận được sự khẳng định thực hiện lệnh giao dịch của nhà tạo lập thị trường sẽ thông báo kết quả cho khách hàng và đồng thời báo cáo trung tâm hệ thống của thị trường. Việc giao dịch được thể hiện qua sơ đồ sau:



### Sơ đồ: Giao dịch có nhà tạo lập thị trường



**So sánh thị trường OTC và thị trường Sở giao dịch chứng khoán:**

Thị trường OTC	Thị trường Sở giao dịch
- Giao dịch chứng khoán chưa niêm yết, đáp ứng những tiêu chuẩn nhất định	- Giao dịch chứng khoán niêm yết
- Địa điểm giao dịch phi tập trung	- Địa điểm giao dịch tập trung, có trung tâm giao dịch cụ thể.
- Giao dịch qua mạng máy tính điện tử	- Qua mạng hoặc không qua mạng
- Thỏa thuận giá là chủ yếu	- Đấu giá tập trung
- Có các nhà tạo lập thị trường cho 1 loại chứng khoán.	- Không có hoặc chỉ có 1 nhà tạo lập thị trường cho 1 loại CK (nhà chuyên gia chứng khoán ở Sở GD)
- Tại một thời điểm, trên thị trường có thể có nhiều mức giá đối với 1 loại CK	- Tại một thời điểm, trên thị trường chỉ có 1 mức giá đối với 1 loại CK.
- Tổ chức tự quản là Hiệp hội hoặc Sở giao dịch	- Tổ chức tự quản là Sở giao dịch
- Có sự quản lý của Nhà nước, được tổ chức chặt chẽ	- Có sự quản lý của Nhà nước, được tổ chức chặt chẽ
- Cơ chế thanh toán đa dạng	- Một cơ chế thanh toán bù trừ đa phương thống nhất
- Do hệ thống luật chứng khoán điều chỉnh	- Do hệ thống luật chứng khoán điều chỉnh

### So sánh thị trường OTC và thị trường tự do

Thị trường OTC	Thị trường tự do
<ul style="list-style-type: none"><li>- Có tổ chức chặt chẽ</li><li>- Giao dịch phi tập trung</li><li>- Thỏa thuận giá qua mạng</li><li>- Chứng khoán chưa niêm yết, đáp ứng những tiêu chuẩn nhất định</li><li>- Có sự quản lý của Nhà nước và Tổ chức tự quản</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Không có tổ chức</li><li>- Giao dịch phi tập trung</li><li>- Thỏa thuận giá trực tiếp thủ công</li><li>- Tất cả các chứng khoán đã phát hành</li><li>- Không có sự quản lý của Nhà nước</li></ul>





## Chương 5

# PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN VÀ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

Phân tích chứng khoán là công cụ cần thiết và cực kỳ quan trọng đối với người đầu tư và kinh doanh chứng khoán. Tuy nhiên, việc phân tích chứng khoán là vấn đề hết sức phức tạp, đòi hỏi phải sử dụng tổng hợp những kiến thức như khoa học kinh tế, tài chính doanh nghiệp, thống kê, kế toán và kỹ thuật thị trường chứng khoán v.v.v. Trên thế giới cùng với sự phát triển của TTCK người ta đã đưa ra nhiều lý thuyết và kỹ thuật phân tích chứng khoán và thị trường chứng khoán. Phần dưới đây chỉ nêu ra một số nét cơ bản về việc phân tích chứng khoán và việc đầu tư chứng khoán.

### I. LÃI SUẤT VÀ CÁC VẤN ĐỀ LIÊN QUAN ĐẾN LÃI SUẤT

Một trong những vấn đề hết sức quan trọng trong đời sống kinh tế là lãi suất.

Lãi suất là giá cả của khoản cho vay được tính bằng tỷ lệ% trên số tiền cho vay mà người đi vay phải trả cho chủ nợ (người cho vay) để sử dụng tiền trong một thời gian nhất định.

Lãi suất thị trường tác động mạnh mẽ đến nhiều quyết định của mỗi cá nhân trong việc tiêu dùng và tiết kiệm. Nó cũng là yếu tố quan trọng tác động đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp.

Khi người cho vay hy vọng sau một thời gian nhất định, sẽ thu được một số tiền nhiều hơn, họ phải hy sinh quyền sử dụng

khoản tiền đó trong một thời gian và phải chấp nhận những rủi ro có thể xảy ra như lạm phát hoặc người vay có thể mất khả năng thanh toán...

Đầu tư cũng có nghĩa là bỏ tiền ra ở thời điểm hiện tại, để hy vọng trong tương lai đạt được thu thập nhiều hơn số tiền đã bỏ ra. Do vậy, để đi đến quyết định đầu tư cần phải hiểu thấu đáo vấn đề lãi suất trong mối quan hệ giữa tiền và thời gian. Năm vững lãi suất và các vấn đề liên quan đến lãi suất cho phép xem xét sâu hơn các khía cạnh của vấn đề đầu tư dài hạn nói chung cũng như đầu tư chứng khoán nói riêng.

### 1.1. Lãi đơn, lãi kép và giá trị tương lai

- *Lãi đơn*: Là số tiền lãi được xác định dựa trên số vốn ban đầu hay gọi là vốn gốc với một lãi suất nhất định. Việc tính lãi như vậy được gọi là phương pháp tính lãi đơn.

- *Lãi kép*: Là số tiền lãi được xác định dựa trên cơ sở tính gộp số tiền lãi của các thời kỳ trước đó vào vốn gốc để làm căn cứ tính tiền lãi và tính theo một mức lãi suất nhất định. Việc tính lãi như vậy được gọi là phương pháp tính lãi kép.

- *Giá trị tương lai*: Là giá trị có thể nhận được tại một thời điểm trong tương lai bao gồm số vốn gốc và toàn bộ số tiền lãi ở thời điểm đó.

Một yếu tố rất quan trọng ảnh hưởng đến giá trị tương lai là phương pháp tính lãi.

+ *Trường hợp tính theo lãi đơn*.

Giá trị tương lai tính theo lãi đơn còn gọi là giá trị đơn được xác định theo công thức sau:

$$F_n = V_0 (1 + i \cdot n)$$

Trong đó:

$F_n$  : Giá trị đơn tại thời điểm cuối năm thứ n

$V_0$  : Số vốn ban đầu (số vốn gốc).

i : Lãi suất của kỳ tính lãi

n : Số kỳ tính lãi

+ *Trường hợp tính theo lãi kép.*

Giá trị tương lai tính theo lãi kép hay còn gọi là giá trị kép được xác định theo công thức tổng quát sau:

$$FV_n = V_0 (1 + i)^n$$

Trong đó:

$FV_n$  : Giá trị kép nhận được ở cuối năm thứ n.

$V_0, i, n$  : Như đã nêu trên.

Trong biểu thức trên  $(1 + i)^n$  được gọi là thừa số lãi, nó biểu thị giá trị tương lai của một đồng sau n năm với lãi suất hàng năm là i tính theo phương pháp lãi kép (hay nói ngắn gọn là giá trị kép của một đồng sau n năm với lãi suất là i). Giá trị kép của 1 đồng phụ thuộc vào số năm (n) và với lãi suất/ năm (i). Có thể sử dụng ký hiệu  $F(i, n)$  để biểu thị thừa số lãi:  $(1+i)^n = F(i, n)$ . Từ đó, có thể viết công thức tính giá trị kép dưới dạng sau:

$$FV_n = V_0 \cdot F(i, n)$$

Để thuận tiện cho việc tính toán khi sử dụng một số phép toán tài chính người ta đã lập bảng tính sẵn, gọi là bảng tài chính. Căn cứ vào bảng này có thể dễ dàng tìm được giá trị  $(1+i)^n$  với các giá trị tương ứng của i và n.

*Ví dụ:* Một người gửi tiết kiệm 100.000đ trong thời hạn 5 năm với lãi suất 4% một năm theo phương thức tính lãi kép.

Vậy số tiền ở cuối năm thứ 5 người đó có thể nhận:

$$FV_5 = 100.000 (1+4\%)^5$$

$$\approx 121.670đ$$

Hoặc có thể tra bảng tài chính để tính.

$$FV_5 = 100.000 \times F(4\%, 5) = 100.000 \times 1,2167 = 121.670đ$$

Nếu số tiền đó tính theo lãi đơn thì cuối năm thứ 5 người đó chỉ nhận được là:  $F_5 = 100.000 (1+4\% \cdot 5) = 120.000đ$ .

So sánh giữa giá trị kép và giá trị đơn có sự chênh lệch là:

$$121.670 - 120.000đ = 1.670đ$$

Qua thí dụ trên cho thấy việc xác định giá trị tương lai là tính giá trị theo phương pháp lãi đơn và lãi kép. Tuy nhiên, việc xác định giá trị tương lai theo phương pháp lãi kép có ý nghĩa hơn đối với nhà quản lý. Vì vậy, trong phần tiếp theo chỉ đề cập đến giá trị tương lai theo phương pháp lãi kép.

#### *- Giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ.*

Chuỗi tiền tệ được hiểu ở đây là một dòng tiền bao gồm các khoản tiền phát sinh ở các thời điểm khác nhau.

+ Giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ đều

\* *Giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ đều phát sinh ở cuối mỗi kỳ:*

0	1	2	3	n-1	n
$PV_1$	$PV_2$	$PV_3$		$PV_{n-1}$	$PV_n$

Với  $PV_1 = PV_2 = \dots = PV_{n-1} = PV_n = A$  thì giá trị tương lai được tính bằng công thức sau:

$$FV_c = A \sum_{t=1}^n (1+i)^{n-t}$$

Hoặc:  $FV_c = A \frac{(1+i)^n - 1}{i}$

Trong đó:

-  $FV_c$  : là giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ đều phát sinh ở cuối mỗi kỳ.

- A : khoản tiền bằng nhau phát sinh ở cuối mỗi kỳ

- i : là lãi suất

- t : là thứ tự của kỳ ( $t = 1, n$ )

\* Giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ đều phát sinh ở đầu mỗi kỳ.

0	1	2	3	$n-1$	$n$
$PV_1$	$PV_2$	$PV_3$		$PV_{n-1}$	$PV_n$

Với  $PV_1 = PV_2 = \dots = PV_{n-1} = PV_n = A$  thì giá trị tương lai được xác định:

500đồng.com

$$FV_d = A \sum (1+i)^{n-t+1}$$

Hoặc:  $FV_d = A \frac{(1+i)^n}{i} (1+i)$

Trong đó:

-  $FV_d$  là giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ đều phát sinh ở đầu mỗi kỳ.

- A là khoản tiền bằng nhau phát sinh ở đầu mỗi kỳ.

- i, t, n như đã chú thích ở phần trên.

+ Giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ không đều nhau

\* Giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ không đều nhau phát sinh ở cuối mỗi kỳ.

Được xác định theo công thức:

$$FV_c = \sum_{t=1}^n PV_t (1+i)^{n-t}$$

Trong đó:

-  $FV_c$  là giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ không đều nhau phát sinh ở cuối mỗi kỳ.

-  $PV_t$  là khoản tiền phát sinh ở cuối kỳ thứ t.

\* Giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ không đều nhau phát sinh ở đầu mỗi kỳ.

Được xác định theo công thức:

$$FV_\infty = \sum_{t=1}^n PV_t (1+i)^{n-t+1}$$

Trong đó:

-  $FV_\infty$  là giá trị tương lai của chuỗi tiền tệ không đều nhau phát sinh ở đầu mỗi kỳ.

-  $PV_t$  là khoản tiền phát sinh ở cuối kỳ thứ t.

Qua những vấn đề trên cho thấy việc nghiên cứu lãi kép và giá trị kép có ý nghĩa kinh tế rất lớn, nó giúp cho việc xem xét, đánh giá hiệu quả đầu tư vào sản xuất kinh tế nói chung và hiệu quả sử dụng vốn một cách xác đáng hơn theo cách nhìn mới. Trên quan điểm kinh doanh, yêu cầu đặt ra cho các doanh nghiệp là phải sử dụng tốt nhất tiền vốn của mình. Từ việc nghiên cứu lãi kép và giá trị kép cho thấy cần phải xem xét hiệu quả kinh doanh trên góc độ mới là mỗi đồng vốn bỏ vào kinh doanh phải không

ngừng vận động và không ngừng sinh lời. Từ đó, việc xem xét những thiệt hại do út đọng, tổn thất vốn cũng cần được nhìn nhận trên góc độ này mới thấy rõ hơn hậu quả thiệt hại của nó trong kinh doanh.

### 1.2. Kỳ hạn tính lãi và giá trị kép

Trong nhiều trường hợp lãi suất được tính theo năm, nhưng trong năm người ta lại thực hiện trả lãi làm nhiều kỳ. Trong trường hợp ấy giá trị tương lai được xác định theo công thức sau:

$$FV_n = V_0 \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \times m}$$

Trong đó:

$FV_n$  : Giá trị tương lai ở cuối năm thứ n

$V_0$  : Giá trị gốc

i : Lãi suất tính theo năm

n : Số năm

m : Số lần tính lãi trong năm hay còn gọi số lần ghép lãi.

### 1.3. Giá trị hiện tại

#### 1.3.1. Giá trị hiện tại của một khoản tiền trong tương lai

Xem xét trên quan điểm kinh doanh mỗi đồng vốn bỏ ra phải không ngừng vận động và không ngừng sinh lời có thể thấy, một đồng tiền thu được tại một thời điểm trong tương lai nhỏ hơn một đồng tiền có ở thời điểm hiện tại. Sự khác nhau đó chính là ở chỗ, giữa chúng có yếu tố thời gian và sự rủi ro. Để đánh giá một cách xác đáng các khoản thu trong tương lai, người ta có thể sử dụng phương pháp tính đổi giá trị của một đồng tiền thu được ở

thời điểm trong tương lai về giá trị tại thời điểm hiện tại. Giá trị tính đổi về hiện tại của một đồng tiền thu được trong tương lai được gọi là giá trị hiện tại của đồng tiền đó. Để tính đổi giá trị của một đồng tiền trong tương lai về giá trị hiện tại cần phải sử dụng một lãi suất như một công cụ để chiết khấu giá trị theo thời gian, lãi suất đó được gọi là lãi suất chiết khấu hay tỷ suất hiện tại hoá giá trị.

Có thể xem xét một thí dụ đơn giản sau: Một người hiện tại có 1 đồng và cho vay sẽ được trả với lãi suất  $i$  một năm và như vậy, sau 1 năm người đó sẽ có số tiền là  $1 + i$  đồng. Điều đó cũng có nghĩa là giá trị hiện tại của khoản tiền  $1 + i$  đồng là 1 đồng. Vậy, nếu sau 1 năm sẽ thu được 1 đồng thì giá trị hiện tại của nó là:  $\frac{1}{1+i}$

Từ đó, có thể rút ra giá trị hiện tại của một khoản tiền thu được tại một thời điểm trong tương lai bằng công thức tổng quát:

$$PV = FV_n \times \frac{1}{(1+i)^n}$$


*Trong đó:*

PV: Giá trị hiện tại của khoản tiền thu được ở cuối kỳ thứ  $n$  trong tương lai

FV <sub>$n$</sub> : Giá trị khoản thu tại thời điểm cuối kỳ thứ  $n$  trong tương lai.

i: Tỷ lệ chiết khấu hay tỷ lệ hiện tại hoá.

n: Số kỳ chiết khấu.

Hệ số  $\frac{1}{(1+i)^n}$  được gọi là hệ số chiết khấu hay hệ số hiện tại hoá, nó biểu thị giá trị hiện tại của 1 đồng thu được trong tương

lai và được ký hiệu P (i, n). Như vậy, công thức xác định giá trị hiện tại ở trên có thể viết dưới dạng:

$$PV = FV_n \times P(i, n)$$

Có thể sử dụng bảng tài chính để xác định giá trị hiện tại của 1 đồng tiền với các giá trị tương ứng i và n.

Như vậy, giá trị hiện tại của một khoản tiền thu được tại một thời điểm trong tương lai là giá trị của khoản tiền đó được tính về hiện tại bằng cách dựa vào một lãi suất chiết khấu nhất định.

Tùy theo từng trường hợp cụ thể, để lựa chọn một lãi suất chiết khấu thích hợp. Phương pháp tính như trên được gọi là phương pháp hiện tại hoá giá trị hay phương pháp chiết khấu giá trị.

*Xem xét công thức nêu trên có thể rút ra:*

- Thời điểm nhận được khoản tiền càng xa thời điểm hiện tại thì giá trị hiện tại của nó càng nhỏ.

Tỷ suất hiện tại hoá hay lãi suất chiết khấu càng lớn thì giá trị hiện tại của khoản tiền càng nhỏ.

### **1.3.2. Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ không đều nhau trong tương lai**

- Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ không đều nhau trong tương lai phát sinh ở cuối mỗi kỳ.

Trong thực tế, hiện tượng thường gặp là phát sinh nhiều khoản tiền nhận được ở các thời điểm khác nhau trong tương lai. Giá trị hiện tại của các khoản tiền khác nhau nhận được ở các thời điểm khác nhau trong tương lai có thể xác định bằng công thức sau:

$$PV_{co} = \frac{FV_1}{1+i} + \frac{FV_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FV_n}{(1+i)^n}$$

Hoặc:

$$PV_{co} = \sum_{t=1}^n FV_t \times \frac{1}{(1+i)^t}$$

Công thức trên còn có thể viết dưới dạng:

$$PV_{co} = \sum_{t=1}^n FV_t \times P(i,t)$$

*Trong đó:*

$PV_{co}$ : Giá trị hiện tại của các khoản tiền phát sinh ở cuối mỗi kỳ.

$FV_1, FV_2, \dots, FV_n$ : Giá trị các khoản tiền ở cuối các thời điểm khác nhau trong tương lai (cuối mỗi kỳ).

$i$ : Lãi suất chiết khấu của kỳ chiết khấu.

- *Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ không bằng nhau trong tương lai phát sinh ở đầu mỗi kỳ:*

Được xác định theo công thức:

$$PV_{\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} FV_t \times \frac{1}{(1+i)^{t-1}}$$

### **1.3.3. Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ đều nhau**

- *Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ đều nhau phát sinh ở cuối mỗi kỳ:*

Trong trường hợp ở cuối các thời điểm khác nhau trong tương lai đều phát sinh các khoản tiền như nhau thì giá trị hiện tại của các khoản tiền đó có thể được xác định bằng công thức tổng quát:

$$PV_c = \frac{FV_1}{1+i} + \frac{FV_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FV_n}{(1+i)^n}$$

Trong đó:  $FV_1 = FV_2 = \dots = FV_n = A$

$$PV_c = A \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1+i)^i}$$

Hoặc qua một số bước biến đổi có thể viết công thức dưới dạng:

$$PV_c = A \cdot \left[ \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right]$$

Trong đó:

$PV_c$ : Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ đều nhau phát sinh ở cuối mỗi kỳ.

A: Giá trị khoản tiền bằng nhau ở cuối mỗi kỳ.

- Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ đều nhau phát sinh ở đầu mỗi kỳ:

Được xác định theo công thức sau:

$$PV_d = A \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1+i)^i} \times (1+i)$$

Hoặc bằng  $PV_d = A \times \left[ \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] \times (1+i)$

## II. PHÂN TÍCH TRÁI PHIẾU

### 2.1. Ước định giá trái phiếu

Người mua trái phiếu sẽ nhận được khoản tiền lãi từ trái phiếu và được hoàn trả vốn theo mệnh giá của trái phiếu vào thời

điểm trái phiếu đáo hạn hay nói cách khác người mua trái phiếu bỏ tiền ra hôm nay đầu tư vào trái phiếu để hy vọng trong tương lai thu được những khoản lợi tức và được hoàn vốn. Do vậy, trên góc độ tài chính giá trái phiếu là giá trị hiện tại của các khoản tiền thu được trong tương lai do trái phiếu đưa lại, từ đó giá trái phiếu<sup>1</sup> có thể ước định theo công thức sau:

$$P = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

Hoặc:  $P = \sum_{(i=1)}^n \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{M}{(1+r)^n}$

*Trong đó:* P: Giá trái phiếu ước tính

C: Tiền lãi trái phiếu hàng năm

M: Giá trị hoàn vốn của trái phiếu

n: Số năm trái phiếu còn lưu hành

t: Thứ tự của năm

r: Lãi suất chiết khấu

## 2.2. Các đại lượng chủ yếu đo lường mức sinh lời của trái phiếu

Một trong những yếu tố quan trọng hàng đầu mà người đầu tư quan tâm khi quyết định đầu tư vào trái phiếu hay vào bất kỳ một loại chứng khoán nào khác là mức độ sinh lời của chứng khoán. Có nhiều đại lượng đo lường mức độ sinh lời của trái phiếu. Dưới đây xem xét một số thước đo chủ yếu đối với loại trái phiếu có lãi suất cố định.

---

<sup>1</sup> Như trên đã nêu ở đây chỉ đề cập đến các trái phiếu có lãi suất cố định.

### **2.2.1. Lãi suất danh nghĩa**

Lãi suất danh nghĩa của trái phiếu như trên đã nêu, cho biết tỷ lệ lãi mà người phát hành hứa trả cho người mua trái phiếu và được tính theo mệnh giá. Tuy nhiên, lãi suất danh nghĩa chưa cho biết mức sinh lời thực của trái phiếu, nó chưa tính đến yếu tố giá mua trái phiếu mà người đầu tư phải bỏ ra cũng như ảnh hưởng của tỷ lệ lạm phát.

### **2.2.2. Lãi suất hiện hành**

Lãi suất hiện hành đo lường mức sinh lời của trái phiếu tại một thời điểm, được xác định bằng công thức sau:

$$\text{Lãi suất hiện hành} = \frac{\text{Tiền lãi trái phiếu hàng năm}}{\text{Giá trái phiếu hiện hành}}$$

Ở đây có thể nhận thấy:

- + Nếu giá trái phiếu hiện hành bằng mệnh giá trái phiếu thì lãi suất hiện hành bằng lãi suất danh nghĩa.
- + Nếu giá trái phiếu hiện hành lớn hơn mệnh giá thì lãi suất hiện hành nhỏ hơn lãi suất danh nghĩa và ngược lại.

Lãi suất hiện hành dễ tính, tuy nhiên nó chỉ đề cập tới mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa và giá trái phiếu mà chưa tính tới yếu tố thời gian.

### **2.2.3. Lãi suất hoàn vốn**

Lãi suất hoàn vốn hay nói một cách chính xác hơn là lãi suất hoàn vốn nội bộ (internal rate of return - IRR) là một lãi suất mà với mức lãi suất đó sẽ làm cho giá trị hiện tại của các khoản tiền thu được trong tương lai do đầu tư đưa lại bằng với giá trị hiện tại của khoản vốn đầu tư. Lãi suất hoàn vốn là một trong

những thước đo sinh lời của trái phiếu cũng như đối với bất kỳ các khoản đầu tư khác.

Có thể thấy lãi suất hoàn vốn qua công thức tổng quát sau:

$$P = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Có thể rút gọn:  $P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$

*Trong đó:*

Khoản vốn đầu tư (đối với trái phiếu là giá mua trái phiếu)

CF<sub>t</sub>: Khoản tiền thu được trong năm thứ t

n: Số năm

Lãi suất hoàn vốn là lãi suất r nào đó làm cho giá trị hai vế của biểu thức trên bằng nhau. Để tìm ra lãi suất hoàn vốn người ta có thể dùng phương pháp thử hoặc phương pháp nội suy<sup>1</sup>.

Lãi suất hoàn vốn là thước đo mức sinh lời của trái phiếu có tính đến yếu tố thời gian của tiền.

Qua công thức trên có thể nhận thấy:

+ Lãi suất hoàn vốn của trái phép phiếu và giá trị của trái phiếu có tương quan nghịch đảo.

+ Khi giá trị trái phiếu thay đổi thì lãi suất hoàn vốn cũng có sự thay đổi. Có thể thấy rõ hơn trong ví dụ sau:

Một trái phiếu có lãi suất cố định là 10% năm, mệnh giá 100.000 đ, thời hạn là 10 năm. Nếu mua trái phiếu ở mức giá khác

---

<sup>1</sup> Ở đây không đi sâu vào phương pháp xác định lãi suất hoàn vốn. Phương pháp này được trình bày chi tiết ở môn học "Quản trị tài chính doanh nghiệp".

nhau thì có lãi suất hoàn vốn khác nhau điều đó có được thể hiện ở bảng sau:

Bảng: Giá và lãi suất hoàn vốn của trái phiếu.

Giá trái phiếu (đ)	Lãi suất hoàn vốn
120.000	7,13%
110.000	8,48%
1000000	10,00%
90.000	11,75%
80.000	13,81%

Từ nhận xét và ví dụ minh họa trên có thể rút ra những điểm sau:

+ Khi giá trị của trái phiếu có lãi suất cố định bằng với mệnh giá của nó thì lãi suất hoàn vốn bằng với lãi suất danh nghĩa của trái phiếu.

+ Giá trái phiếu và lãi suất hoàn vốn có tương quan nghịch đảo, khi lãi suất tăng thì giá trái phiếu giảm và ngược lại

#### **2.2.4. Lãi suất cho đến khi đáo hạn**

Lãi suất cho đến khi đáo hạn hay còn được gọi là lãi suất đáo hạn (YTM) là lãi suất hoàn vốn trung bình của một trái phiếu nếu mua trái phiếu ở một thời điểm và giữ lại trái phiếu đó cho đến ngày đến hạn thanh toán. Có thể thấy lãi suất đáo hạn qua công thức sau:

$$P = \frac{C}{(1+YTM)} + \frac{C}{(1+ YTM)^2} + \frac{C}{(1+ YTM)^3} + \dots + \frac{M}{(1+YTM)^n}$$

$$\text{Hoặc: } P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1 + YTM)^t} + \frac{M}{(1 + YTM)^n}$$

Lãi suất đáo hạn như đã nêu trên cũng chính là một lãi suất hoàn vốn nên để xác định lãi suất đáo hạn cũng sử dụng phương pháp thủ hoặc phương pháp nội suy.

Lãi suất đáo hạn là đại lượng được sử dụng rất thường xuyên để đo lường mức sinh lời của trái phiếu.

Trên thị trường trái phiếu ở nhiều nước lãi suất đáo hạn của những trái phiếu chủ yếu được niêm yết hàng ngày được công bố trên báo chí.

### **2.2.5. Lãi suất kỳ hạn đầu tư**

Một số nhà đầu tư có thể không giữ trái phiếu đến lúc đáo hạn. Họ mua trái phiếu và nắm giữ trong một thời gian nhất định sau đó lại bán trái phiếu đi, khoản tiền lãi người đầu tư có thể nhận được trong một kỳ hạn đầu tư lưu giữ trái phiếu bao gồm: Tiền lãi trái phiếu trong kỳ lưu giữ và khoản lãi, hay lỗ từ chênh lệch giữa giá bán và giá mua trái phiếu hay còn gọi là lãi, lỗ về vốn.

Lãi suất kỳ hạn đầu tư đo lường mức sinh lời khi nắm giữ một trái phiếu trong một kỳ hạn nhất định và được xác định bằng công thức sau:

$$R_e = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (1)$$

Trong đó:  $R_e$ : Lãi suất kỳ hạn đầu tư

$P_t$ : Giá trái phiếu ở thời điểm  $t$

$P_{t+1}$ : Giá trái phiếu ở thời điểm  $t+1$ .

C: Lãi trái phiếu hàng năm.

Công thức trên có thể viết dưới dạng:

$$R_e = \frac{C}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (2)$$

Có thể thấy:  $\frac{C}{P_t}$  chính là lãi suất hiện hành ban đầu.

(I<sub>c</sub>) và  $\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$  là mức lời, lỗ về vốn (R<sub>g</sub>)

Như vậy, lãi suất kỳ hạn của trái phiếu bằng lãi suất hiện hành cộng với mức lời lỗ về vốn. Công thức (1) và (2) có thể viết dưới dạng:

$$R_c = I_c + R_g \quad (3)$$

Từ công thức (1), (2), (3) có thể rút ra một số điểm sau:

- Trong thời gian lưu giữ trái phiếu nếu lãi suất thị trường tăng sẽ làm cho giá trái phiếu sụt giảm ( $P_{t+1} < P_t$ ) và sẽ dẫn đến tình trạng bị lỗ về vốn đối với những trái phiếu mà thời gian đến ngày đáo hạn dài hơn thời gian lưu giữ trái phiếu.

Nếu trong thời gian lưu giữ trái phiếu, lãi suất thị trường tăng quá cao có thể dẫn đến tình trạng bị lỗ vốn quá lớn và khi mức lỗ về vốn cao hơn mức lãi suất hiện hành ban đầu ( $-R_g > I_c$ ) thì lãi suất kỳ hạn của trái phiếu trở thành lãi suất âm.

- Trong thời gian lưu giữ, lãi suất thị trường sẽ giảm làm cho giá trị phiếu tăng lên ( $P_{t+1} > P_t$ ) và sẽ có mức lời về vốn đối với những trái phiếu mà thời gian đến ngày đáo hạn dài hơn thời gian lưu giữ trái phiếu.

Như vậy, đối với những trái phiếu mà thời gian đáo hạn dài hơn thời gian lưu giữ trái phiếu thì có thể xảy ra tình trạng lời về

vốn hoặc bị lỗ về vốn từ đó dẫn đến sự khác biệt rất lớn về lãi suất lưu giữ.

### 2.3. Mối quan hệ giữa lãi suất thị trường, giá trái phiếu và các lãi suất của trái phiếu đang lưu hành

Khi trái phiếu được lưu hành, giá của trái phiếu được hình thành trên thị trường do cung và cầu quyết định. Một yếu tố tác động trực tiếp đến giá trái phiếu hiện hành là lãi suất thị trường. Sự biến động lãi suất thị trường sẽ dẫn đến trực tiếp đến giá trái phiếu hiện hành nhưng ngược chiều với sự biến động của lãi suất. Khi lãi suất thị trường tăng cao hơn lãi suất danh nghĩa của trái phiếu, thì giá của trái phiếu sẽ giảm đi và sẽ thấp hơn mệnh giá. Bởi vì, người nắm giữ trái phiếu đó chỉ được hưởng một lãi suất hiện hành ở mức thấp có xu hướng bán trái phiếu đó để đầu tư vào nơi khác có mức lãi suất cao hơn. Từ đó, sẽ giảm cầu và giá của trái phiếu hiện hành sẽ giảm xuống. Ngược lại, khi lãi suất thị trường giảm thì giá của trái phiếu hiện hành sẽ tăng.

Khi giá trái phiếu hiện hành thay đổi thì các lãi suất của trái phiếu cũng thay đổi. Có thể thấy mối quan hệ giữa lãi suất thị trường, giá trái phiếu và các lãi suất của trái phiếu như sau:

- Khi lãi suất thị trường bằng lãi suất danh nghĩa của trái phiếu thì giá của trái phiếu đang lưu hành được bán bằng với mệnh giá của nó và khi đó lãi suất danh nghĩa của trái phiếu bằng với lợi tức hiện hành và bằng với lãi suất đáo hạn.

- Khi lãi suất thị trường tăng và cao hơn lãi suất danh nghĩa của trái phiếu thì giá trái phiếu đang lưu hành sẽ giảm và thấp hơn mệnh giá, khi đó lãi suất danh nghĩa nhỏ hơn lãi suất hiện hành và nhỏ hơn lãi suất đáo hạn của trái phiếu.

- Khi lãi suất thị trường giảm và thấp hơn lãi suất danh nghĩa thì giá trái phiếu đang lưu hành sẽ tăng và cao hơn mệnh

giá, khi đó lãi suất danh nghĩa của trái phiếu sẽ cao hơn lãi suất hiện hành và cao hơn lãi suất đáo hạn của trái phiếu.

- Càng tiến tới gần ngày đáo hạn, thì giá của trái phiếu đang lưu hành có xu hướng càng tiếp cận dần gần với mệnh giá của nó, ngoại trừ trái phiếu của các công ty có nguy cơ mất khả năng thanh toán hay phá sản.

#### **2.4. Các nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến giá trị thị trường của trái phiếu**

Cũng giống như các hàng hoá khác, giá của trái phiếu được hình thành trên thị trường do cung và cầu quyết định. Mặc dù trái phiếu là loại chứng khoán mà lợi tức danh nghĩa và thời hạn hoàn trả đã được xác định, nhưng giá cả của nó trên thị trường vẫn thường xuyên biến động.

Điều đó là do cung và cầu về trái phiếu trên thị trường. Có nhiều nhân tố tác động đến cung và cầu về trái phiếu, từ đó ảnh hưởng tới giá cả của nó. Có thể thấy một số nhân tố chủ yếu sau đây ảnh hưởng tới giá thị trường của trái phiếu:

- Sự biến động của lãi suất thị trường.*

Lãi suất là nhân tố cực kỳ quan trọng ảnh hưởng đến giá thị trường của trái phiếu. Như phần trên đã cho thấy, giá cả của trái phiếu biến động ngược chiều với sự biến động của lãi suất. Khi lãi suất lên cao sẽ gây ra sự giảm giá của trái phiếu đang lưu hành và ngược lại. Trong thực tế, quá trình tác động của lãi suất đến giá các trái phiếu diễn ra không đơn giản.

- Những thay đổi về tình trạng tài chính của người phát hành.*

Đây là nhân tố gây ảnh hưởng khá lớn đến giá trị thị trường của trái phiếu; nếu trong thời gian trái phiếu chưa đáo hạn, có

những dấu hiệu không tốt hoặc những nghi ngờ về khả năng thanh toán tiền lãi và tiền gốc của người phát hành sẽ làm cho các nhà đầu tư né tránh đầu tư vào trái phiếu đó. Bởi lẽ người ta cho rằng rủi ro vỡ nợ đối với loại trái phiếu đang tăng cao và kết quả là làm cho giá trái phiếu đó giảm xuống đáng kể.

- *Lạm phát dự tính.*

Khi lạm pháp dự tính xảy ra sẽ làm lãi suất thị trường có xu hướng sẽ tăng lên. Khi đó giá của các chứng khoán đang lưu hành phải giảm xuống để cho lãi suất hiện hành của trái phiếu tăng lên cân bằng với lãi suất thị trường.

### III. PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU

#### 3.1. Tiếp cận các phương pháp chủ yếu phân tích cổ phiếu

Đối với người đầu tư, cổ phiếu là một phương tiện đầu tư có khả năng đưa lại thu nhập cao, nhưng cũng có thể gặp rủi ro lớn. Để đi đến quyết định lựa chọn và đầu tư vào một loại cổ phiếu cụ thể đòi hỏi phải có sự phân tích đánh giá cổ phiếu. Tuy nhiên, đây không phải là công việc đơn giản, nếu như có thể dễ dàng phân tích đánh giá đúng cổ phiếu của công ty thì người ta đã nhanh chóng trở nên giàu có, việc phân tích và đánh giá cổ phiếu của công ty là vấn đề cực kỳ khó khăn, phức tạp, bởi những lý do chủ yếu sau:

- Khác với trái phiếu, đầu tư vào cổ phiếu không biết chắc chắn được khoản thu nhập do cổ phiếu đưa lại trong tương lai.
- Cổ phiếu không có thời hạn hoàn trả.
- Trong các loại chứng khán, đầu tư vào cổ phiếu là hình thức có khả năng gặp rủi ro rất lớn.

Chính vì thế, nhiều nhà kinh tế cho rằng, nếu việc phân tích trái phiếu là một khoa học thì việc phân tích cổ phiếu đúng hơn là một nghệ thuật.

Các nhà phân tích chứng khoán ở các nước đưa ra nhiều phương pháp khác nhau để phân tích đánh giá cổ phiếu, trong đó hai phương pháp chủ yếu<sup>1</sup> được sử dụng.

- + Phân tích cơ bản
- + Phân tích kỹ thuật

Cả hai phương pháp phân tích đều hướng tới mục đích xác định chiều hướng giá cổ phiếu trong tương lai. Tuy nhiên hai phương pháp này tiếp cận vấn đề từ hai hướng khác nhau. Mỗi phương pháp sử dụng kỹ thuật phân tích riêng với nội dung rất phong phú và phức tạp, phần dưới đây chỉ nêu ra những nét chủ yếu của mỗi phương pháp.

- *Phương pháp phân tích cơ bản.*

Luận điểm của phương pháp phân tích cơ bản cho rằng, giá trị nội tại của cổ phiếu - giá trị được tạo ra bởi chính hoạt động của công ty, là cơ sở quyết định giá cổ phiếu của công ty và chiều hướng thay đổi giá cổ phiếu được quy định bởi giá trị nội tại trong dài hạn.

Xuất phát từ luận điểm trên, phân tích cơ bản đi sâu đánh giá triển vọng tăng trưởng và lợi nhuận của công ty trên cơ sở xem xét triển vọng của nền kinh tế thế giới, nền kinh tế trong nước, của ngành kinh tế và của chính bản thân công ty, từ đó xác định giá trị nội tại cổ phiếu của công ty. Như vậy, về mặt logíc, phân tích cơ bản là một quá trình phân tích các vấn đề chủ yếu.

---

<sup>1</sup> Ngoài hai phương pháp phân tích đã nêu, một số nhà kinh tế và phân tích còn đưa ra lý thuyết thị trường có hiệu quả.

+ Phân tích kinh tế vĩ mô

+ Phân tích ngành kinh tế mà công ty hoạt động trong đó.

+ Phân tích công ty: bao hàm phân tích kinh tế và phân tích tài chính, trong đó phân tích tài chính là nội dung trọng yếu.

Phân tích kinh tế vĩ mô và phân tích ngành kinh tế là nhằm đánh giá môi trường kinh doanh và tác động của môi trường kinh doanh đến hoạt động và kết quả hoạt động của công ty, từ đó tác động đến giá cổ phiếu của công ty.

Như vậy, về thực chất phân tích cơ bản bao gồm các nội dung chủ yếu.

+ Nghiên cứu, phân tích các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu của công ty thông qua phân tích kinh tế vĩ mô, ngành kinh tế và công ty. Trên cơ sở đó tìm các nguyên nhân gây ra sự biến động giá cổ phiếu của công ty.

+ Xác định giá trị nội tại của cổ phiếu và xem xét với giá thị trường hiện hành để đánh giá.

Nhìn nhận tổng quát, phương pháp phân tích cơ bản có những ưu điểm chủ yếu sau:

Phương pháp này phù hợp hơn cho việc dự đoán giá cổ phiếu và cho quyết định đầu tư trong dài hạn; giúp cho nhà đầu tư có thể lựa chọn công ty tốt để đầu tư và nhận biết được các yếu tố chủ yếu tác động đến giá trị của công ty. Tuy nhiên, phân tích cơ bản cũng bộc lộ những hạn chế chủ yếu: Sử dụng phương pháp này tốn nhiều thời gian và công sức do phải tiếp cận và xử lý một khối lượng lớn các thông tin kinh tế và tài chính; mức độ chính xác của kết quả phân tích bị hạn chế, bởi lẽ nó phụ thuộc vào tính chính xác của các thông tin đặc biệt là các báo cáo tài chính, mặt khác trong phân tích cơ bản có nhiều biến số phải tính đến và giá

trị của các biến số này một phần mang tính chủ quan của người phân tích, một hạn chế không nhỏ của phân tích cơ bản là bỏ qua yếu tố tâm lý của nhà đầu tư trên thị trường.

- *Phân tích kỹ thuật.*

Phân tích kỹ thuật nghiên cứu những diễn biến hay hành vi của thị trường chủ yếu thông qua các lý thuyết, các chỉ số và các đồ thị để dự đoán các xu hướng biến động về giá cổ phiếu trên thị trường trong tương lai.

Khác với phương pháp phân tích cơ bản, phương pháp phân tích kỹ thuật tập trung vào việc xem xét, phân tích hành vi, mức độ hoạt động của thị trường chủ yếu qua các số liệu quá khứ về khối lượng và giá chứng khoán và sử dụng các công cụ là đồ thị, biểu đồ và các công cụ hỗ trợ khác để tìm ra những xu hướng, các mô hình và quy luật vận động của giá cổ phiếu để từ đó dự đoán diễn biến của giá cổ phiếu trong tương lai. Các nhà phân tích kỹ thuật cho rằng thông qua việc nghiên cứu những mô hình giao dịch, những diễn biến của thị trường trong quá khứ có thể có được những chỉ báo khá tin cậy và những hiểu biết về hành vi diễn biến trong tương lai của thị trường.

Cơ sở căn bản của phương pháp phân tích kỹ thuật là lý thuyết DOW (Charles Henry DOW). Lý thuyết này đã đưa ra một số giả thuyết, trong đó có 3 giả thuyết cơ bản:

+ Giá cả chứng khoán phản ánh mọi thông tin và tất cả hành vi thị trường.

Bất kỳ một thông tin gì mới đưa ra lập tức được nhà đầu tư tiếp nhận và được phản ánh ngay vào trong giá cả chứng khoán. Không những thế các yếu tố tâm lý và hành vi của các nhà đầu tư trên thị trường cũng được phản ánh vào trong giá cả.

- + Giá cả chứng khoán vận động theo xu hướng.

Giá chứng khoán biến động không hoàn toàn ngẫu nhiên mà theo xu hướng. Sự vận động của giá theo xu hướng nhất định cho tới khi xảy ra sự đảo ngược xu hướng.

- + Quá khứ sẽ tự lặp lại.

Phân tích kỹ thuật tập trung vào việc nghiên cứu biến động thị trường, trong đó một nội dung rất quan trọng là nghiên cứu tâm lý các nhà đầu tư. Yếu tố tâm lý của nhà đầu tư ảnh hưởng rất lớn đến giá chứng khoán đặc biệt là trong ngắn hạn. Các nhà phân tích kỹ thuật đã xác định được các mô hình giá chứng khoán. Các mô hình này cũng chỉ ra tâm lý thị trường đang là lên giá hay xuống giá. Việc áp dụng những mô hình giá được giả định vẫn có hiệu quả trong tương lai, bởi chúng dựa trên phân tích nghiên cứu tâm lý con người mà tâm lý con người thì thường không thay đổi, vậy nên người ta sẽ tiếp tục lặp lại những sai lầm mà họ đã mắc phải trong quá khứ.

Nhìn nhận chung, các nhà phân tích cho rằng phương pháp phân tích kỹ thuật có những ưu điểm chủ yếu:

- + Phương pháp này cho phép đưa ra các dự báo giá chứng khoán cả trong ngắn hạn, trung hạn và dài hạn.
- + Việc phân tích, dự báo không bị phụ thuộc vào các báo cáo tài chính của công ty.
- + Cho phép có thể phát hiện ra xu thế dịch chuyển giá sang một mức giá cân bằng mới.
- + Các nhà phân tích cũng cho rằng sử dụng phương pháp này có thể xác định được thời điểm đầu tư thích hợp.

Tuy nhiên, phương pháp phân tích kỹ thuật cũng có những điểm hạn chế chủ yếu sau:

+ Phân tích kỹ thuật vẫn mang nặng tính chủ quan của người phân tích. Trước cùng một diễn biến về giá cổ phiếu, các nhà phân tích kỹ thuật khác nhau có thể đưa ra cách diễn giải hay phân tích rất khác nhau.

+ Nhiều người cho rằng sử dụng phương pháp này để dự toán về diễn biến của giá chứng khoán vẫn bị chậm trễ bởi lẽ khi phát hiện ra xu thế thì trong thực tế giá đã chuyển động mạnh.

Phương pháp phân tích cơ bản và phương pháp phân tích kỹ thuật có cách tiếp cận khác nhau và có những ưu điểm, hạn chế riêng. Tuy vậy, nhà đầu tư có thể phối hợp sử dụng cả hai phương pháp này, bởi lẽ phương pháp phân tích có thể bổ xung cho nhau giúp cho nhà đầu tư đánh giá và đưa ra quyết định đầu tư tốt hơn.

Trên đây xem xét một số điểm chủ yếu về cách tiếp cận của phương pháp phân tích cơ bản và phương pháp phân tích kỹ thuật mà không đi sâu vào kỹ thuật phân tích. Phần dưới đây xem xét việc ước định giá cổ phiếu hay xác định giá trị nội tại của cổ phiếu trên cơ sở của phương pháp phân tích cơ bản.

### **3.2. Ước định giá cổ phiếu**

#### **3.2.1. Ước định giá cổ phiếu thường**

Mục tiêu hàng đầu của phân tích cơ bản là tìm ra giá hợp lý của cổ phiếu. Trên cơ sở đó có thể so sánh và đối chiếu với giá cổ phiếu trên thị trường để xem xét, cổ phiếu đang được thị trường đánh giá cao hay bị đánh giá thấp từ đó giúp cho người đầu tư đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn. Ước định giá cổ phiếu hay xác định giá trị nội tại của cổ phiếu cần phải dựa trên cơ sở xem xét tình hình hiện tại và tương lai của doanh nghiệp.

Việc ước định giá cổ phiếu có thể thực hiện bằng nhiều phương pháp. Dưới đây là phương pháp thường được sử dụng.

- Phương pháp ước định giá cổ phiếu thường theo cổ tức dự tính.

Người đầu tư vào cổ phiếu hy vọng sẽ thu được các khoản thu nhập trong tương lai do cổ phiếu đưa lại. Vì thế, có thể coi giá cổ phiếu là giá trị hiện tại của các khoản thu được trong tương lai do cổ phiếu mang lại bao gồm khoản cổ tức hàng năm có thể nhận được và khoản tiền có thể thu được khi nhượng bán lại cổ phiếu. Do vậy, giá cổ phiếu có thể ước định theo công thức tổng quát sau:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

$$\text{Hoặc: } P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (1)$$

Trong đó:

$P_0$ : Giá cổ phiếu thường ước định.

$D_t$ : Khoản cổ tức sự tính nhận được ở năm thứ t

$P_n$ : Giá bán lại cổ phiếu dự tính ở cuối năm thứ n

i: Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư

n: Số năm nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư.

Với quan điểm đầu tư vào cổ phiếu là đầu tư vào công ty, người đầu tư là chủ sở hữu công ty. Với quan điểm này thì việc đầu tư vào cổ phiếu là đầu tư dài hạn với hy vọng vào tương lai phát triển của doanh nghiệp từ đó thu được những khoản thu nhập ngày càng lớn hơn và do vậy, giá cổ phiếu được ước định bằng công thức sau:

$$P_0 = P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t} \quad (2)$$

Bởi vì, khi  $n \rightarrow \infty$  thì  $\frac{P_n}{(1+i)^n} \rightarrow 0$

Như vậy, trên quan điểm đầu tư dài hạn thì giá cổ phiếu là giá trị hiện tại của dòng cổ tức nhận được trong tương lai và vì thế biểu thức (2) được gọi là "Mô hình chiết khấu cổ tức" trong định giá cổ phiếu. Để ước định được giá cổ phiếu thường cần ước tính số cổ tức có thể nhận được hàng năm. Vì thế, thông thường người ta phân biệt làm 3 trường hợp.

#### + Trường hợp cổ tức tăng đều đặn hàng năm

Trong trường hợp này, giả định công ty trả cổ tức hàng năm cho cổ động theo một tỷ lệ tăng đều đặn là  $g$  và  $D_0$  là cổ tức được trả ở năm trước. Vậy, cổ tức dự tính nhận được ở năm thứ nhất là  $D_1 = D_0 + D_0 \cdot g = D_0(1+g)$  và ở năm thứ hai là  $D_2 = D_1(1+g) = D_0(1+g)^2$ ... từ đó, giá cổ phiếu được xác định:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+i)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+i)^n} \quad (3)$$

Nhân cả hai vế của (3) với:  $\frac{1+i}{1+g}$  sẽ có:

$$P_0 \cdot \frac{1+i}{1+g} = D_0 + \frac{D_0(1+g)}{(1+i)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^{n-1}}{(1+i)^{n-1}} \quad (4)$$

Lấy phương trình (4) trừ phương trình (3) ta có:

$$P_0 \left( \frac{1+i}{1+g} - 1 \right) = D_0 + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+i)^n}$$

Khi  $n \rightarrow \infty$  và với  $i > g$  thì  $\frac{D_0(1+g)^n}{(1+i)^n} \rightarrow 0$  ta có:

$$P_0 \left( \frac{1+i}{1+g} \right) - P_0 = D_0$$

Nhân cả 2 vế của phương trình trên với  $(1+g)$  ta có:

$$P_0(1 + i) - P_0(1 + g) = D_0(1 + g)$$

Từ đó rút ra:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{i-g} \quad (5)$$

Hoặc:

$$P_0 = \frac{D_1}{i-g} \quad (6)$$

Biểu thức (6) được gọi là mô hình tăng trưởng ổn định Gordon<sup>1</sup>

+ *Trường hợp cổ tức hàng năm không tăng, không giảm.*

Trong trường hợp cổ tức hàng năm chia cho cổ đông không thay đổi, tức là  $g = 0$ . Vậy, giá cổ phiếu được ước định bằng công thức sau:

$$P_0 = \frac{D_0}{i} \quad (7)$$

+ *Trường hợp cổ tức tăng không đều đặn.*

Trong thực tế khó có một công ty nào phát triển theo một tốc độ bất biến. Một cách tiếp cận thực tế hơn có thể thấy rằng các

<sup>1</sup> Mô hình do giáo sư Mỹ Rond Gordon đưa ra năm 1962.

công ty có chu kỳ sống và trong đó, có thể chia thành các giai đoạn khác nhau. Mỗi giai đoạn cũng có sự tăng trưởng khác nhau và theo đó công ty có định hướng phân chia cổ tức với tỷ lệ tăng trưởng không giống nhau cho mỗi giai đoạn hay thời kỳ.

Một mô hình đơn giản nhất về chu kỳ sống của một công ty là có thể chia thành hai giai đoạn: Giai đoạn phát triển và giai đoạn trưởng thành. Giai đoạn phát triển là giai đoạn đầu của Công ty với tốc độ phát triển cao. Tiếp đó là giai đoạn trưởng thành với tốc độ phát triển ổn định.

Nếu giả định một công ty có giai đoạn phát triển trong T năm và trong giai đoạn này tỷ lệ tăng cổ tức (%) hàng năm là  $G_s$  và sau đó là giai đoạn trưởng thành với tỷ lệ tăng cổ tức (%) hàng năm  $g$ , vậy theo mô hình chiếu khấu cổ tức, giá cổ phiếu thường của công ty có thể xác định theo công thức tổng quát sau:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{\sum_{t=1}^a \frac{D_{t+1}}{(1+i)^t}}{(1+i)^T}$$

Dựa vào mô hình tăng trưởng ổn định ta có:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{1}{(1+i)^T} \times \frac{D_{T+1}}{i-g}$$

Có thể thấy:  $D_t = D_0(1 + G_s)^t$  và  $D_{T+1} = D_T(1 + g)$ ;

$$D_T = D_0(1 + G_s)^T.$$

Do vậy:  $P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_0(1 + G_s)^t}{(1+i)^t} + \frac{1}{(1+i)^T} \times \frac{D_0(1 + G_s)^T \times (1 + g)}{i-g}$

### 3.2.2. Ước tính giá cổ phiếu ưu đãi

Loại cổ phiếu ưu đãi mà các công ty cổ phần ở nhiều nước thường sử dụng là cổ phiếu ưu đãi cổ tức cho phép các cổ đông

hưởng cổ tức cố định không phụ thuộc vào kết quả của công ty. Trên quan điểm của người đầu tư, giá cổ phiếu ưu đãi có thể ước tính theo công thức sau:

$$P_p = \frac{D_p}{(1+i)^1} + \frac{D_p}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_p}{(1+i)^n}$$

Biến đổi công thức tương tự phần trên có thể rút ra:

$$P_p = \frac{D_p}{i}$$

*Trong đó:*  $P_p$ : Giá cổ phiếu ưu đãi

$D_p$ : cổ tức 1 cổ phiếu ưu đãi hàng năm

$i$ : Tỷ suất sinh lời người đầu tư đòi hỏi.

### 3.3. Dánh giá hiệu quả đầu tư vào cổ phiếu

Để quyết định đầu tư vào cổ phiếu, nhà đầu tư phải xem xét đánh giá trên nhiều mặt. Trong đó, cần sử dụng một số chỉ tiêu chủ yếu sau để đánh giá hiệu quả đầu tư.

- *Tỷ suất sinh lời kỳ hạn đầu tư.*

Khi đầu tư vào cổ phiếu, thu nhập kỳ vọng của nhà đầu tư bao gồm hai bộ phận:

- Cổ tức hàng năm

- Lãi (hay lô) về vốn.

Để đánh giá mức độ thu nhập từ đầu tư vào cổ phiếu, người ta thường sử dụng chỉ tiêu tỷ suất sinh lời kỳ hạn đầu tư (tính cho 1 năm hoặc dưới 1 năm) và được xác định theo công thức sau:

$$R_{EC} = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \quad (1)$$

Trong đó:

- $R_{EC}$ : Tỷ suất sinh lời kỳ hạn đầu tư
- $D_1$ : Cổ tức nhận được trong năm
- $P_0$ : Giá cổ phiếu mua vào (hay ở đầu kỳ)
- $P_1$ : Giá cổ phiếu bán ra (hay ở cuối kỳ)

Từ công thức (1) còn có thể xác định:

$$R_{EC} = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (2)$$

Như vậy:

$$\begin{array}{c} \text{Tỷ suất sinh lời} \\ \text{kỳ hạn đầu tư} \end{array} = \begin{array}{c} \text{Tỷ suất lợi tức} \\ \text{cổ phần} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Tỷ suất} \\ \text{lãi vốn} \end{array}$$

- *Thu nhập của một cổ phần (EPS):*

Chỉ tiêu này được xác định theo công thức sau:

$$\begin{array}{c} \text{Thu nhập một} \\ \text{cổ phần} \\ (\text{EPS}) \end{array} = \frac{\text{Lợi nhuận sau} \\ \text{thuế}}{\text{Số cổ phần thường đang lưu hành}} \cdot \frac{\text{Phản trả cổ tức cho cổ} \\ \text{đồng ưu đãi (nếu có)}}{}$$

Chỉ tiêu này phản ánh mỗi cổ phần trong năm có thể thu được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế.

Đây là một chỉ tiêu quan trọng được các nhà đầu tư rất quan tâm.

- *Hệ số giá trên thu nhập.*

Hệ số giá trên thu nhập (hệ số P/E) là thước đo quan trọng đánh giá cổ phiếu của công ty và được xác định theo công thức sau:

$$\text{Hệ số giá trên thu nhập} = \frac{\text{Giá thị trường của 1 cổ phần thường}}{\text{Thu nhập một cổ phần thường}}$$

Hệ số này cho biết thị trường đã trả giá như thế nào cho thu nhập của công ty hay nói cách khác nhà đầu tư phải bỏ ra bao nhiêu tiền để có được một đồng thu nhập.

Nhìn chung, hệ số này của công ty tăng lên được coi là một dấu hiệu tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, khi sử dụng hệ số này để xem xét quyết định đầu tư cần phải đánh giá phân tích thận trọng tình hình của công ty.

- *Cổ tức và tỷ suất lợi tức cổ phần.*

+ **Cổ tức:** Là một phần lợi nhuận sau thuế của công ty trả cho cổ đông và được xác định theo công thức sau:

$$\text{Cổ tức một cổ phần} = \frac{\text{Phần lợi nhuận sau thuế dành trả cổ tức}}{\text{Số cổ phần thường đang lưu hành}}$$

Cổ tức một cổ phần của công ty phụ thuộc chủ yếu vào kết quả kinh doanh và chính sách cổ tức của công ty.

+ *Tỷ suất lợi tức cổ phần:* Còn được gọi là tỷ suất cổ tức là một trong những thước đo mức độ hoàn vốn của cổ phiếu thường và được xác định bằng công thức sau:

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức một cổ phần thường}}{\text{Giá thị trường của một cổ phần thường}}$$

Chỉ tiêu này phản ánh mỗi đồng đầu tư vào cổ phiếu thường thu được bao nhiêu đồng cổ tức.

### 3.4. Những nhân tố chủ yếu ảnh hưởng tới giá cổ phiếu trên thị trường

Giá cổ phiếu được hình thành trên thị trường là kết quả của sự cọ sát giữa cung và cầu về cổ phiếu trên thị trường. Giá cổ phiếu trên thị trường luôn luôn biến động. Sự biến động đó tùy thuộc chủ yếu vào sự biến động của cung và cầu. Có hàng loạt các nhân tố ảnh hưởng tới cung - cầu về cổ phiếu. Trong đó, người ta có thể chia thành ba loại nhân tố chủ yếu: Những nhân tố nội tại, những nhân tố bên ngoài và những nhân tố về kỹ thuật thị trường.

#### 3.4.1. Những nhân tố nội tại của công ty

Đây là những yếu tố thuộc bên trong công ty. Mặc dù có nhiều quan điểm khác nhau nhưng có thể thấy về cơ bản và lâu dài các nhân tố bên trong vẫn là những nhân tố quyết định đến giá cổ phiếu. Người đầu tư bỏ tiền đầu tư vào cổ phiếu là trông đợi vào các khoản thu nhập trong tương lai từ kết quả hoạt động của doanh nghiệp đưa lại. Vì thế, người mua cổ phiếu của doanh nghiệp không chỉ nhìn nhận vào kết quả, thu nhập hiện tại của công ty mà điều quan trọng hơn là họ nhìn nhận vào triển vọng tương lai của công ty. Do vậy, những nhân tố chủ yếu bên trong công ty ảnh hưởng quyết định đến kết quả kinh doanh hiện tại và tương lai của công ty, từ đó ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty bao gồm:

- Nhân tố về kỹ thuật, công nghệ sản xuất: Chủ yếu thể hiện ở trình độ trang thiết bị máy móc và công nghệ, tiềm năng nghiên cứu và phát triển v.v.v.
- Nhân tố về thị trường tiêu thụ và khả năng cạnh tranh: thị phần của công ty, khả năng về cạnh tranh và mở rộng thị trường v.v.v.

- Nhân tố về tài chính: Đây là nhân tố rất quan trọng, trong đó những điểm đáng chú ý là cơ cấu nguồn vốn, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời hiện tại và trong tương lai v.v.v.

+ Nhân tố về con người: Nhân tố này ảnh hưởng đến toàn bộ hoạt động của doanh nghiệp như trình độ tay nghề của công nhân và trình độ ban lãnh đạo và quản lý doanh nghiệp.

### **3.4.2. Những nhân tố bên ngoài**

Kinh nghiệm của các nước có thị trường chứng khoán phát triển cho thấy các yếu tố bên ngoài đều có các tác động rất nhanh nhạy đến giá cổ phiếu. Có thể chia những nhân tố bên ngoài thành hai nhóm chủ yếu: Các nhân tố về kinh tế - tài chính, các nhân tố về chính trị xã hội.

Tác động của các nhân tố kinh tế - tài chính đến giá cổ phiếu được thể hiện trên những khía cạnh chủ yếu sau:

- Sự tiến triển của nền kinh tế quốc dân cũng như tình hình kinh tế khu vực và tình hình kinh tế thế giới: Nếu như nền kinh tế có xu hướng tăng trưởng, khả năng về kinh doanh có triển vọng tốt đẹp, nhiều người sẽ đầu tư vào cổ phiếu làm cho giá cổ phiếu tăng. Nếu như nền kinh tế trong thời kỳ suy thoái sẽ xuất hiện những hiện tượng ngược lại.

- Lạm phát: Một khi có lạm phát ở mức độ cao sẽ làm cho lãi suất thị trường tăng lên và khả năng thu lợi nhuận của doanh nghiệp bị hạ thấp, từ đó làm cho giá cổ phiếu giảm xuống.

- Tình hình biến động của lãi suất: Giá cổ phiếu trên thị trường cũng rất nhạy bén với lãi suất và có xu hướng biến động ngược chiều với sự biến động của lãi suất.

- Chính sách thuế của Nhà nước đối với thu nhập từ chứng khoán. Ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển, Nhà nước

thực hiện việc đánh thuế đối với thu nhập từ chứng khoán như thuế đối với thu nhập từ chứng khoán... Đây là vấn đề phức tạp, tuy nhiên, có thể thấy một xu hướng chung là nếu khoản thuế đánh vào khoản thu nhập từ cổ phiếu tăng lên thì sẽ làm giảm số người đầu tư vào cổ phiếu từ đó sẽ làm cho giá cổ phiếu giảm xuống và ngược lại.

Các yếu tố chính trị, xã hội và tâm lý nhà đầu tư... là những yếu tố phi kinh tế nhưng đều có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường.

Những biến động về chính trị, xã hội và quân sự có khả năng ảnh hưởng tới tình hình kinh doanh của doanh nghiệp đều ảnh hưởng tức thời đến giá cả cổ phiếu trên thị trường. Nếu những biến động có xu hướng tác động tốt đến tình hình làm ăn của doanh nghiệp thì sẽ làm giá cổ phiếu của doanh nghiệp tăng lên và ngược lại.

Yếu tố tâm lý của nhà đầu tư cũng ảnh hưởng không nhỏ tới giá cổ phiếu trên thị trường nhất là đối với các thị trường mới nổi, các tổ chức đầu tư chưa lớn mạnh. Thông tin tác động đến tâm lý và hành vi của các nhà đầu tư cá nhân. Một thông tin không chính xác hoặc không đầy đủ hay thông tin không kịp thời sẽ dẫn đến tình trạng dao động, rối loạn tâm lý của các nhà đầu tư cá nhân gây ra hành vi "phản ứng dây truyền" hoặc đổ xô vào mua hoặc bán tổng bán tháo cổ phiếu.

### **3.3.3. Những nhân tố kĩ thuật của thị trường**

Đây là vấn đề phức tạp, nhưng có thể thấy một cách khái quát là ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển, có trình độ tổ chức thị trường ở mức cao độ, khi giá cổ phiếu có thể biến động quá mức do cung và cầu về cổ phiếu tạm thời mất cân đối

tương đối lớn. Dựa vào kĩ thuật tổ chức thị trường và các hoạt động của nó, người ta có thể tác động vào cung hoặc cầu làm cho thị trường năng động hơn và giảm bớt sự biến động cổ phiếu quá mức trên thị trường như có thể thay đổi mức quy định về tiền đặt cọc trong mua, bán chứng khoán, quy định việc cho phép bán khống chứng khoán, thực hiện nghiệp vụ ngừng giao dịch khi giá cổ phiếu tăng lên hoặc giảm xuống quá mức hay đưa ra thay đổi quy định biên độ dao động giá v.v.v.

Trên đây trình bày khái quát một số nhân tố chủ yếu ảnh hưởng tới giá cổ phiếu trên thị trường. Tuy nhiên, cần phải thấy sự biến động của giá cổ phiếu là vấn đề cực kỳ phức tạp, các nhà phân tích theo "Lý thuyết thị trường có hiệu quả" cho rằng bản thân giá chứng khoán cũng chuyển động bất thường, giống như một cuộc đi lang thang không chủ định.

#### IV. CÁC CHỈ SỐ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Một trong những điều quan tâm nhất của người đầu tư là xem xét sự biến động về giá cả chứng khoán. Để có một tầm nhìn tổng quan về sự biến động của giá chứng khoán trên thị trường, người ta đưa ra các chỉ số thị trường, trong đó, có thể chia ra chỉ số của thị trường cổ phiếu và chỉ số của thị trường trái phiếu. Trên thực tế, chỉ số của thị trường cổ phiếu lôi cuốn hơn sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư.

Các chỉ số thị trường cổ phiếu được sử dụng là chỉ số giá, chỉ số tổng giá trị thị trường, tỷ suất lợi tức cổ phần, vòng quay cổ phiếu... Các chỉ số thị trường được công bố công khai, từ đó nhà đầu tư có thể nắm được sự biến động của giá cổ phiếu và mức độ hoạt động của thị trường.

#### 4.1. Chỉ số giá

Chỉ số giá là chỉ số chủ yếu để đo lường sự biến động giá chứng khoán trên thị trường. Các thị trường chứng khoán đều công bố chỉ số giá trị của thị trường.

Có nhiều phương pháp khác nhau để xác định chỉ số giá chứng khoán, mỗi phương pháp có ưu điểm hạn chế khác nhau. Trên cơ sở thực tế hoạt động của thị trường, Sở giao dịch chứng khoán lựa chọn phương pháp thích hợp. Tuy nhiên cần thấy rằng; một chỉ số thị trường được xây dựng tốt sẽ cung cấp một sự chỉ dẫn khách quan về giá cả của tổng thể nghiên cứu. Ngược lại, một chỉ số xây dựng kém sẽ đưa ra những gì mà mẫu không có tính đại diện của tổng thể đang làm.

Một phương pháp được sử dụng phổ biến để xác định chỉ số giá định theo công thức tổng quát sau:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^n S_i t.P_i}{\sum_{i=1}^n S_i o.P_o} \times 100$$

Trong đó:

I: Chỉ số giá

Si: Số lượng cổ phiếu i

Pi: Giá thị trường của một phiếu cổ i

o, t: Thời điểm gốc hoặc cơ sở (o), thời điểm t (t)

i: Loại cổ phiếu được đưa vào tính chỉ số

Hay nói một cách tổng quát, chỉ số giá trị theo phương pháp này được xác định bằng tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu tại thời điểm t chia cho tổng giá trị thị trường các cổ phiếu tại thời

điểm gốc. Ở đây không đi sâu vào các kĩ thuật tính toán, nhưng cũng cần phải thấy rằng để duy trì tính liên tục của chỉ số, làm cho nó phản ánh sát thực hơn sự vận động của giá cả do kết quả hoạt động của thị trường và loại trừ các yếu tố có tính chất nghiệp vụ về vốn có thể ảnh hưởng tới chỉ số như có sự phát hành thêm cổ phiếu mới bán ra để tăng vốn hoặc có sự thay đổi về số công ty niêm yết... cho nên, khi có sự thay đổi như vậy, người ta phải tính lại tổng giá trị thị trường ở thời điểm gốc. Sau đây là chỉ số giá ở một số thị trường chứng khoán.

#### **4.1.1. Chỉ số giá trị thị trường chứng khoán Việt Nam**

##### *- Chỉ số VN. Index.*

Sau 15 năm trải qua chặng đường thực hiện công cuộc đổi mới kinh tế chuyển sang cơ chế thị trường theo định hướng XHCN, ngày 20 tháng 7 năm 2000, Việt Nam đã khai trương Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và phiên giao dịch chứng khoán đầu tiên đã được thực hiện tại Trung tâm là ngày 28 tháng 7 năm 2000. Đây là mốc son đánh dấu sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Cùng với việc đưa Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh vào hoạt động, chỉ số VN Index được xác lập và công bố. Chỉ số này được xác định theo phương pháp đã nêu ở phần trên và được tính trên tất cả các loại cổ phiếu được niêm yết tại Trung tâm giao dịch:

Công thức tính cơ bản của chỉ số:

$$\text{VNIndex} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu niêm yết hiện hành hay tại thời điểm tính toán}}{\text{Tổng giá trị thị trường các cổ phiếu niêm yết của ngày gốc (ngày cơ sở)}} \times 100$$

Ngày gốc hay ngày cơ sở của VN Index là ngày 28 tháng 7 năm 2000, và chỉ số được xác định là 100.

VN Index là đại lượng chỉ ra sự biến động giá cả các loại chứng khoán được niêm yết ở một ngày cụ thể so với thời điểm gốc. Cũng như phần trên đã nêu, để duy trì tính liên tục của chỉ số, trong quá trình tính toán chỉ số phải loại trừ các yếu tố làm thay đổi cơ cấu số cổ phiếu niêm yết có thể ảnh hưởng đến giá trị chỉ số như công ty niêm yết phát hành thêm cổ phiếu mới bán ra để tăng thêm vốn hoặc có thêm doanh nghiệp được niêm yết hay có doanh nghiệp bị huỷ bỏ niêm yết v.v... Vì thế, khi phát sinh các yếu tố này phải tính điều chỉnh lại tổng giá trị thị trường thời điểm gốc.

- *Chỉ số giá chứng khoán của Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội.*

Ngày 8/3/2005 Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội chính thức khai trương, đánh giá bước phát triển mới của thị trường chứng khoán Việt Nam và ngày 14/7/2005 khai trương sàn giao dịch thứ cấp. Hiện nay Trung tâm GDCK Hà Nội đang công bố hai loại chỉ số cổ phiếu.

#### + Chỉ số HASTC Index.

Chỉ số này tính toán mức biến động giá của tất cả các loại cổ phiếu được giao dịch trên Trung tâm GDCK Hà Nội. Phương pháp tính chỉ số được xác định bằng cách so sánh tổng giá thị trường hiện tại với tổng giá trị thị trường của các cổ phiếu đăng ký giao dịch tại thời điểm gốc (ngày mở của phiên giao dịch đầu tiên):

$$\text{HASTC index} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường hiện tại}}{\text{Tổng giá trị thị trường gốc}} \times 100$$

Ngày 14/7/2005 là ngày mở cửa phiên giao dịch đầu tiên, vì thế chỉ số HASTC Index ở ngày này là 100 điểm.

Chỉ số này phản ánh theo từng thời điểm, chỉ số HASTC Index đóng cửa là chỉ số được tính bởi các mức giá đóng cửa các cổ phiếu.

#### + Chỉ số HASTC Index bình quân

Công thức tính chỉ số bình quân cũng tương tự như công thức tính chỉ số HAST Index. Tuy nhiên, mức giá tham gia vào tính chỉ số không phải là mức giá của từng giao dịch cụ thể. Mức giá bình quân chỉ được tính khi phiên giao dịch đã kết thúc, do vậy, chỉ số bình quân cũng chỉ được Trung tâm GDCK Hà Nội công bố khi phiên giao dịch đã kết thúc. Như vậy, chỉ số bình quân phản ánh mức biến động của giá giao dịch bình quân của các cổ phiếu qua từng phiên giao dịch.

### 4.1.2. Chỉ số giá trị chứng khoán trên thị trường chứng khoán Mỹ

#### - Chỉ số Dow-Jones

Các chỉ số bình quân Dow-Jones được xác lập hàng ngày, thể hiện sự diễn biến của giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán New York. Đây là chỉ số được sử dụng rộng rãi nhất và được ra đời sớm nhất. Các chỉ số này do hai nhà kinh tế Mỹ là Charles Henry Dow và Edward David Jones lập ra vào năm 1884.

Chỉ số bình quân Dow Jones được xác định theo phương pháp tính số bình quân giản đơn giá cổ phiếu của các công ty được lựa chọn. Nhưng để loại trừ ảnh hưởng của các yếu tố có tính chất kĩ thuật về nghiệp vụ vốn đến giá trị của chỉ số như tách, gộp cổ phiếu, phát hành thêm cổ phiếu mới... người ta sử dụng một số chia (Divisor) và số chia này được thay đổi khi diễn ra sự thay đổi có tính chất kĩ thuật về nghiệp vụ vốn của công ty.

Do vậy, chỉ số Dow Jones được xác lập theo công thức tổng quát sau đây:

$$DJI = \frac{1}{D} \sum_{i=1}^n Pit$$

Trong đó: DJI: Chỉ số bình quân Dow Jones

Pit: Giá cổ phiếu i tại thời điểm t.

n: Số cổ phiếu được lựa chọn để tính chỉ số.

Chỉ số bình quân Dow Jones bao gồm 4 chỉ số:

+ Chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones (DJIA): Là chỉ số giá chứng khoán của ngành công nghệ. Đây là chỉ số được sử dụng phổ biến nhất, làm thước đo của thị trường chứng khoán và được xác định bằng cách: Lấy giá cổ phiếu của 30 công ty hàng đầu thuộc lĩnh vực công nghệ, xương sống của ngành công nghiệp Hoa Kỳ chia cho một số chia nhỏ nhất định ví dụ số chia D năm 1985 được xác định là 1,09; năm 1988 là 0,754; năm 1992 là 0,4627...

+ Chỉ số bình dân Dow Jones vận tải: Là chỉ số giá chứng khoán của ngành giao thông vận tải. Được xác định trên cơ sở của 20 loại cổ phiếu của 20 công ty hàng đầu thuộc ngành giao thông vận tải Hoa Kỳ.

+ Chỉ số giá bình quân Dow Jones dịch vụ công cộng:

Chỉ số giá chứng khoán của ngành dịch vụ công cộng được tính trên cơ sở giá của 15 loại cổ phiếu của các công ty hàng đầu trong ngành dịch vụ công cộng.

+ Chỉ số hỗn hợp bình quân Dow Jones: Là chỉ số chung của toàn bộ 65 cổ phiếu nói trên.

Như vậy, chỉ số Dow Jones có 4 loại: Một cho ngành công nghiệp, một cho ngành giao thông vận tải, một cho ngành dịch vụ công cộng, một cho cả ba. Các chỉ số này thường xuyên được tính toán và công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng với tần suất 30 phút/lần.

Trong các chỉ số nói trên, chỉ số công nghiệp bình quân Dow Jones được sử dụng phổ biến nhất để làm thước đo của thị trường chứng khoán, thông thường nói đến chỉ số Dow Jones chủ yếu nói đến số công nghiệp bình quân Dow Jones. Như đã nêu trên, chỉ số này bao gồm cổ phiếu của 3.000đ hàng đầu là xương sống của nền công nghiệp nước Mỹ.

Theo dõi sự biến động của chỉ số, người ta có thể dự đoán chiều hướng vận động của nền kinh tế, thông thường chỉ số tăng lên đều đặn và vừa phải phản ánh tình trạng và chiều hướng tăng trưởng tốt của nền kinh tế và ngược lại.

Trong những năm gần đây, có những ý kiến phê phán và chỉ trích chỉ số này, nhưng cho đến nay, chỉ số Dow Jones vẫn là chỉ số được sử dụng một cách phổ biến.

- *Chỉ số giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán New York*

Trên cơ Sở giao dịch chứng khoán New York, các chỉ số giá chứng khoán nổi tiếng là:

+ Chỉ số Standard and Poor 500.

Chỉ số Standard and Poor 500 bao gồm 500 cổ phiếu được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán New York.

Chỉ số này đưa ra một thước đo tiêu chuẩn rộng hơn so với chỉ số bình quân Dow Jones. Chỉ số Standard and Poor 500 bao gồm:

400 cổ phiếu ngành công nghiệp.

20 cổ phiếu ngành giao thông vận tải.

40 cổ phiếu ngành tài chính.

40 cổ phiếu ngành dịch vụ công cộng.

+ Chỉ số hỗn hợp của Sở giao dịch chứng khoán New York.

Chỉ số hỗn hợp của Sở giao dịch chứng khoán New York bao gồm tất cả cổ phiếu thường được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán New York. Chỉ số này được chia ra thành 4 chỉ số nhỏ hơn cho các cổ phiếu của ngành công nghiệp, tài chính, dịch vụ công cộng.

+ Chỉ số NASDAQ (NASDAQCI)

Là chỉ số chứng khoán của thị trường chứng khoán phi tập trung của Mỹ. Chỉ số được tính dựa trên cơ sở giá của khoảng 4.700 loại cổ phiếu được giao dịch trên thị trường chứng khoán NASDAQ của Mỹ. Ngày cơ sở của chỉ số này là ngày 5 tháng 2 năm 1971 với giá trị là 100.

#### **4.1.3. Chỉ số giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Nhật Bản**

Trên thị trường chứng khoán Nhật Bản, chỉ số giá chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán Tokyo (TOPIX) và bình quân giá chứng khoán của sở giao dịch (chỉ số Nikkei) là hai chỉ số cơ bản.

- Chỉ số giá của Sở giao dịch chứng khoán Tokyo.

Chỉ số của Sở giao dịch chứng khoán Tokyo (TOPIX) được xác lập vào ngày 4/1/1968 với giá trị là 100 và được sửa đổi vào tháng 7 năm 1969 nhằm khắc phục những thiếu sót trong bình quân giá chứng khoán của sở (Bình quân giá chứng khoán Nikkei).

Chỉ số TOPIX được tính như sau:

$$\text{Chỉ số hàng ngày} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của ngày đó}}{\text{Tổng giá trị thị trường của ngày cơ sở}} \times 100$$

- Chỉ số bình quân giá chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán Tokyo (Nikkei Stock price average) hay còn gọi là chỉ số Nikkei.

Chỉ số bình quân giá chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán Tokyo (Nikkei Stock price average) là bình quân số học giá chứng khoán của 225 cổ phiếu được niêm yết trên Sở giao dịch và được tính toán dựa theo phương pháp Dow Jones nên còn gọi là chỉ số Nikkei Dow Jones.

#### **4.1.4. Chỉ số giá chứng khoán trên thị trường Anh**

- Chỉ số cổ phiếu thường ngành công nghiệp của tờ Financial Time (FT.IOI).

Chỉ số cổ phiếu thường ban ngành công nghiệp của tờ Financial Time (FT.IOI) là phong vũ biểu về giá cổ phần được sử dụng rộng rãi nhất. Nó là chỉ số của 30 cổ phần thuộc ngành công nghiệp hàng đầu, được tính và công bố trên tờ Financial Time. Chỉ số bắt đầu cơ số 100 vào năm 1935.

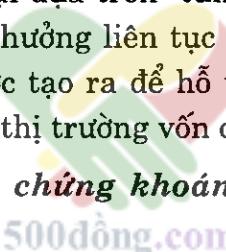
- Chỉ số cổ phiếu của các chuyên viên thống kê trên tờ Financial Time

Chỉ số cổ phiếu của các chuyên viên thống kê trên tờ Financial Time là một dãy chi tiết của các chỉ số, lợi nhuận và tỷ suất lợi tức bình quân của một loạt các nhóm chứng khoán vốn, chứng khoán có lãi suất cố định, được xuất bản và công bố mỗi ngày với sự phối hợp của viện thống kê bảo hiểm và trường Đại học thống kê. Chỉ số được sử dụng phổ biến nhất trong hàng loạt các chỉ số này là "chỉ số toàn bộ cổ phiếu". Chỉ số này bao gồm 750 loại cổ phiếu (kể cả lĩnh vực tài chính). Do vậy, đây là dấu hiệu về

các chiều hướng dài hạn của giá cổ phiếu, nó thể hiện tốt hơn so với cổ phiếu, nó thể hiện tốt hơn so với chỉ số FTSE100. Chỉ số này bắt đầu từ ngày 1/4/1962 với chỉ số 100.

- *Chỉ số 100 Financial times / Sở giao dịch (FTSE100. Index)*

Chỉ số 100 Financial times/ Sở giao dịch (FTSE100. Index) là một phương tiện khá mới của thị trường Tài chính Anh, khởi đầu từ chỉ số 100 vào ngày 3/1/1984. Đây là chỉ số bình quân của 100 công ty Anh lớn nhất (tính bằng tổng số vốn hoá) được báo giá tại sở giao dịch. Điều không thể tránh được là các chỉ số này thỉnh thoảng sẽ thay đổi và các cổ phiếu của công ty thành lập chỉ số được xét lại theo định kỳ 3 tháng. Nét đặc trưng duy nhất của chỉ số này là nó được tính lại dựa trên từng báo cáo một. Do vậy, nó đưa ra được những ảnh hưởng liên tục về chiều hướng chung của giá cổ phiếu. Chỉ số được tạo ra để hỗ trợ cho giao dịch theo hợp đồng tương lai, dựa trên thị trường vốn của Vương Quốc Anh.

**4.1.5. Chỉ số giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Hồng Kông** 

Chỉ số HANGSENG là chỉ số bình quân giá quyền giá trị của 33 loại cổ phiếu quan trọng nhất giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán Hồng Kông, trong đó 15 loại cổ phiếu của công ty thương mại và công nghiệp, 9 loại cổ phiếu của các công ty kinh doanh bất động sản, 5 loại cổ phiếu của các công ty ngành dịch vụ công cộng, 4 loại cổ phiếu của các công ty ngành tài chính. Ngày cơ sở thiết lập chỉ số là ngày 31 tháng 7 năm 1964.

**4.1.6. Chỉ số giá chứng khoán của một số thị trường chứng khoán 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 chỉ số là 100.

- Chỉ số DAX (Đức): Tính cho 30 cổ phiếu hàng đầu của Cộng hoà liên bang Đức. Ngày gốc là ngày 31/12/1987, với chỉ số là 1000.

- Chỉ số KOSPI (Chỉ số giá cổ phiếu tổng hợp của Hàn Quốc):

Chỉ số này được tính dựa trên tổng giá trị thị trường bao gồm tất cả các loại cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi được niêm yết. Ngày gốc là ngày 4/1/1980 với giá trị gốc là 100.

- Chỉ số KOSPI 200: Năm 1994, Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc công bố một chỉ số mới có tên là COSPI 200. Chỉ số COSPI 200 bao gồm 200 loại cổ phiếu, chiếm 70% tổng giá trị thị trường. Các cổ phiếu được chọn trên cơ sở độ thanh khoản và vị trí của công ty phát hành cổ phiếu đó trong nền kinh tế. Ngày cơ sở của chỉ số này là 3/1/1990 và chỉ số cơ sở là 100.

#### 4.2. Tổng giá trị thị trường và khối lượng, giá trị giao dịch

Tổng giá trị thị trường là tổng số vốn cổ phần tính theo giá trị thị trường của các công ty có cổ phiếu được mua bán trên thị trường hay còn được gọi là số vốn hoá và được xác định theo công thức sau:

$$V = \sum_{i=1}^n S_i.P_i$$

Trong đó: V: Tổng giá trị thị trường

S: Số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

P: Giá thị trường của một cổ phiếu.

i: Loại cổ phiếu.

Tổng giá trị thị trường cho thấy quy mô của thị trường. Người ta có thể so sánh tổng giá trị thị trường hiện hành với thời điểm gốc để tìm ra chỉ số tổng giá trị thị trường.

Khối lượng và giá trị giao dịch là số lượng cổ phiếu (khối lượng) và giá trị của số cổ phiếu được mua, bán trên thị trường. Nó cho thấy mức độ hoạt động của thị trường. Thông thường khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch được sở giao dịch và Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán thông báo hàng ngày. Các nhà phân tích thường xem xét một cách cẩn thận những con số này vì lịch sử cho thấy sự thay đổi của khối lượng giao dịch có nhiều khả năng dẫn đến các xu hướng về giá cả. Các nhà phân tích cho rằng bình thường khi khối lượng giao dịch tăng lên thì giá cổ phiếu có xu hướng cũng tăng lên.

### 4.3. Vòng quay vốn và vòng quay cổ phiếu

Vòng quay vốn và vòng quay cổ phiếu phản ánh nhịp độ hoạt động của thị trường và được xác định theo công thức tổng quát sau:

$$\text{Vòng quay vốn} = \frac{\text{Tổng giá trị của số phiếu được giao}}{\text{Tổng giá trị thị trường của cổ phiếu}}$$
$$\text{Vòng quay cổ phiếu} = \frac{\text{Tổng số cổ phiếu niêm yết được giao dịch}}{\text{Tổng số cổ niêm yết}}$$

## V. MỤC TIÊU VÀ CÁC YẾU TỐ CHỦ YẾU ẢNH HƯỞNG ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ

### 5.1. Mục tiêu đầu tư chứng khoán

Đầu tư chứng khoán là bỏ tiền mua chứng khoán ở hiện tại và hy vọng trong tương lai chứng khoán đưa lại cho người đầu tư những khoản tiền thu được lớn hơn số tiền đã bỏ ra ban đầu.

Xét trong ngắn hạn, mục tiêu cụ thể ở thời điểm đầu tư của các nhà đầu tư có thể có sự khác nhau, nhưng mục tiêu cuối cùng của các nhà đầu tư là thu lợi nhuận. Để thực hiện mục tiêu trên, nhà đầu tư có thể thực hiện đầu tư có tính chất dài hạn hoặc có thể đầu tư có tính chất ngắn hạn.

### **5.1.1. Đầu tư có tính chất dài hạn**

Đầu tư có tính chất dài hạn trên TTCK là đầu tư vào các chứng khoán dài hạn (cổ phiếu và trái phiếu dài hạn).

Mục đích cơ bản của hoạt động đầu tư có tính chất dài hạn là hy vọng có được mức thu nhập cao hơn trong tương lai - món tiền thưởng cho sự hy sinh của các nhà đầu tư về mặt thời gian mà đồng tiền bị ràng buộc vào cuộc đầu tư và sự chấp nhận rủi ro trong thời gian đầu tư. Có hai trường hợp xảy ra:

- Trường hợp các hoạt động đầu tư có tính chất dài hạn diễn ra theo phương thức đầu tư vào cổ phiếu. Trong trường hợp này, thu nhập có thể có của các nhà đầu tư không chỉ là cổ tức hoặc chênh lệch giá thị trường (như đầu tư trái phiếu) mà nhà đầu tư còn là chủ sở hữu, tham gia hoạt động kiểm soát và quản trị công ty tương ứng với tỷ lệ vốn góp trong tổng số tài sản của công ty và được hưởng chênh lệch giá cổ phiếu do quá trình tích luỹ nội bộ của công ty làm tăng tài sản hữu hình và sự xuất hiện của tài sản vô hình; hơn thế nữa, nhà đầu tư còn tránh được rủi ro tái đầu tư và khi đạt được một tỷ lệ cổ phần nhất định, nhà đầu tư có thể đạt tới vị trí thành viên của Hội đồng quản trị...

- Trường hợp các hoạt động đầu tư có tính chất dài hạn được thực hiện bằng cách đầu tư vào trái phiếu dài hạn. Trong trường hợp này, theo định kỳ các nhà đầu tư nhận được một khoản lợi tức và khoản lợi tức này cũng cao hơn so với đầu tư trái phiếu ngắn hạn. Thông thường, lãi suất đầu tư trái phiếu dài hạn tương

đương lãi suất đầu tư trái phiếu ngắn hạn cộng thêm phần chi phí chuyển đổi thành tiền. Sở dĩ như vậy là vì, cho dù nhà đầu tư có thể bán ngay chứng khoán để thu tiền về thì cũng chỉ bán cho nhà đầu tư nào muốn giữ nó với mục đích được hưởng giá trị theo kỳ hạn còn lại với một khoản lợi nhuận bằng chênh lệch giữa giá mua hiện tại với mệnh giá trái phiếu hoặc cũng có thể tiến hành bán lại mà nhà đầu tư sau đó cũng có mục đích đầu tư thu lợi nhuận... Vì thế, lãi suất đầu tư có tính chất dài hạn phải đảm bảo các chi phí để nhà đầu tư có thể chuyển nhượng được cổ phiếu, đồng thời vẫn thu được một khoản lợi nhuận xấp xỉ với lợi nhuận thị trường của hoạt động đầu tư có thời hạn tương đương với thời gian nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư đó.

Nói cách khác, lãi suất đầu tư có tính chất dài hạn bằng lãi suất đầu tư có tính chất ngắn hạn cộng với chi phí chuyển sang tiền mặt.

Thời hạn đầu tư càng dài thì chi phí chuyển đổi sang tiền càng lớn, chi phí này phải đủ trang trải cho những lần mua bán sau này.

### **5.1.2. Đầu tư có tính chất ngắn hạn**

Đối với các nhà đầu tư không ưa thích rủi ro hoặc cũng có thể chấp nhận rủi ro nhưng thu nhập hiện tại của họ không cân xứng với nhu cầu tiêu dùng nói chung, sẽ sử dụng số tiền tiết kiệm đưa vào những hoạt động đầu tư sao cho vừa có thể có được thu nhập ổn định, nhưng lại có thể thu hồi vốn trong những trường hợp đột xuất với chi phí thấp hoặc đáp ứng nhu cầu tiêu dùng theo kế hoạch trong tương lai gần. Hoạt động đầu tư có tính chất ngắn hạn tồn tại dưới hai hình thức:

Đầu tư vào trái phiếu ngắn hạn thường xảy ra đối với các nhà đầu tư không ưa thích rủi ro vì khi đầu tư trái phiếu ngắn

hạn thì theo định kỳ, nhà đầu tư sẽ nhận được những khoản lợi tức nhất định, ngay cả trong trường hợp công ty làm ăn thua lỗ và nếu trường hợp công ty rơi vào tình trạng phá sản, trái chủ sẽ là một trong những chủ nợ nằm trong danh mục ưu tiên thanh toán bằng tiền thanh lý tài sản của con nợ. Hơn thế nữa, do tính thanh khoản của các trái phiếu ngắn hạn cao nên chi phí chuyển đổi sang tiền không lớn, thời gian chuyển đổi ngắn. Vì vậy, đầu tư vào các trái phiếu ngắn hạn phù hợp với khách hàng có tổng thu nhập hiện tại không tương xứng với nhu cầu chi tiêu nhằm đáp ứng những nhu cầu tiêu dùng đột xuất.

Tuy vậy, nhà đầu tư có thể thực hiện hoạt động đầu tư ngắn hạn bằng cách đầu tư cổ phiếu hoặc trái phiếu dài hạn và bán đi khi cần thiết. Song, như đã phân tích trên đây, trong trường hợp này, các nhà đầu tư có thể kiếm được những khoản lợi nhuận lớn qua từng thương vụ kinh doanh nhưng mức độ rủi ro cũng rất cao và vì thế nó chỉ thích hợp với các nhà đầu tư mạo hiểm.

Việc phân chia các mục tiêu đầu tư của khu vực tiết kiệm đầu tư dưới hai hình thức trên đây chỉ có nghĩa tương đối. Bởi vì, thứ nhất, mục tiêu cuối cùng của các hình thức đầu tư trên đều nhằm tối đa hóa lợi ích, thứ hai, sự chuyển giao giữa hai hình thức đầu tư trên đây xảy ra trong khoảng khắc do những thay đổi giá cả xảy ra liên tục và nhu cầu chi tiết đột xuất nảy sinh. Vì thế, một nhà đầu tư có thể có ý định mua cổ phiếu hoặc trái phiếu dài hạn và giữ chúng cho tới ngày đáo hạn, nhưng vì một lý do nào đó, hoặc giá cổ phiếu, trái phiếu tăng, giảm mạnh hoặc do những nhu cầu chi tiêu đột xuất quá lớn họ sẽ bán chứng khoán ấy đi và hoạt động đầu tư chuyển sang hình thức đầu tư có tính chất ngắn hạn. Ngược lại, một nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu hoặc trái phiếu dài hạn khi họ phân tích thấy giá chứng khoán đang trên đà tăng với ý định sẽ bán vào một ngày thích hợp, nhưng giá cổ phiếu hoặc

trái phiếu luôn có chi tiêu hướng tăng và lợi nhuận vẫn có thể chấp nhận được, đồng thời, họ cũng không gặp phải những nhu cầu chi tiêu đột xuất, trong trường hợp này, nhà đầu tư có thể theo đuổi việc giữ chứng khoán ấy trong một thời gian dài.

## **5.2. Những yếu tố chủ yếu ảnh hưởng đến quyết định đầu tư chứng khoán**

Do theo đuổi mục tiêu tìm kiếm lợi ích tối đa và hạn chế thấp nhất những rủi ro cũng như nguyện vọng chu chuyển nhanh chóng tài sản đầu tư thành tiền. Các nhà đầu tư luôn phải xem xét đến các yếu tố ảnh hưởng tới quyết định đầu tư chứng khoán.

### **5.2.1. Yếu tố thu nhập**

Thu nhập là mục đích của đầu tư. Nhà đầu tư chỉ thực hiện một hoạt động đầu tư khi họ có thể nhận được thu nhập. Vì vậy, thu nhập là yếu tố đầu tiên mà nhà đầu tư quan tâm đến trong các phân tích để quyết định đầu tư.

Thu nhập hay lợi nhuận người đầu tư chứng khoán có thể nhận được một kỳ đầu đầu tư bao gồm hai bộ phận: lợi tức hàng năm và khoản lãi (hay lỗ) về vốn.

#### *- Thu nhập từ lợi tức hàng năm.*

Khoán lợi tức có thể nhận được trong kỳ đầu tư tuỳ thuộc vào loại chứng khoán. Đối với trái phiếu là khoản tiền lãi mà người phát hành trả cho người sở hữu trái phiếu. Đối với người đầu tư vào cổ phiếu, thì hàng năm có thể nhận được lợi tức cổ phần. Mức cổ tức chủ yếu phụ thuộc vào kết quả hoạt động của công ty.

#### *- Khoản lãi (hay lỗ) về vốn.*

Trong khoảng thời gian người đầu tư nắm giữ chứng khoán, do nhiều yếu tố khác nhau tác động làm cho giá trị chứng khoán

thường xuyên thay đổi. Do vậy, người đầu tư có thể thu được khoản lãi (hay bị lỗ) về vốn. Đây là khoản chênh lệch giữa giá chứng khoán ở thời điểm cuối năm giữ với giá mua chứng khoán ở thời điểm đầu.

Như vậy, thu nhập hay lợi nhuận thu được từ đầu tư chứng khoán trong một kỳ đầu tư xác định bằng công thức:

$$\text{Thu nhập của} = \frac{\text{Lợi tức của}}{\text{kỳ đầu tư}} + \frac{\text{Khoản lời (hoặc lỗ)}}{\text{chứng khoán}} + \frac{\text{về vốn}}$$

Mỗi loại chứng khoán có thể đưa lại khoản thu nhập khác nhau cho người đầu tư. Điều đó đòi hỏi người đầu tư phải định lượng định giá việc lựa chọn chứng khoán đầu tư.

### 5.2.2. Yếu tố rủi ro

Rủi ro là một đại lượng không mong muốn trong đầu tư. Tuy nhiên tất cả các loại đầu tư đều chứa đựng rủi ro nhất định người đầu tư vào chứng khoán có thể gặp phải những rủi ro chủ yếu sau:

+ *Rủi ro vỡ nợ của người phát hành:*

Rủi ro vỡ nợ của nhà phát hành là khả năng có thể người phát hành chứng khoán sẽ không thể thực hiện được việc thanh toán tiền lãi hoặc vốn gốc khi chứng khoán đó đáo hạn. Nếu khả năng vỡ nợ của một công ty tăng lên, thì rủi ro vỡ nợ của những chứng khoán công ty này cũng sẽ tăng lên và lợi tức dự tính của những chứng khoán này sẽ giảm. Chính vì vậy, một trái phiếu (chứng khoán nợ) có rủi ro vỡ nợ sẽ luôn luôn có một mức bù rủi ro dương, và một sự tăng rủi ro vỡ nợ của nó sẽ tăng mức bù rủi ro này.

Do rủi ro vỡ nợ quan trọng như vậy đối với độ lớn của mức bù rủi ro, nên những người mua chứng khoán cần có những thông

tin về việc liệu một công ty có khả năng vỡ nợ đối với chứng khoán của nó hay không. Điều này dẫn đến sự ra đời của các hãng tư vấn đầu tư.

Trên thực tế, chỉ có trái phiếu Chính phủ là loại trái phiếu không có rủi ro vỡ nợ vì Chính phủ luôn đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ của mình. Vì thế, lãi suất trái phiếu Chính phủ luôn thấp hơn lãi suất các loại trái phiếu khác và sự chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu Chính phủ với lãi suất các loại trái phiếu khác chính là mức bù rủi ro.

+ *Rủi ro về lãi suất.*

Rủi ro về lãi suất là rủi ro xảy ra khi giá cả của trái phiếu bị giảm do sự gia tăng lãi suất thị trường. Đây là hình thức rủi ro cơ bản của thị trường đối với các trái phiếu có lãi suất cố định và có mối quan hệ tỷ lệ thuận với thời gian tồn tại của trái phiếu. Hoạt động đầu tư vào một số cổ phiếu cũng bị ảnh hưởng khi lãi suất tăng lên và đây được gọi là những cổ phiếu nhạy cảm với lãi suất. Ví dụ: Những ngành phục vụ công cộng thường vay tiền cho những hoạt động tài chính. Lãi suất tăng lên buộc các ngành phục vụ công cộng phải trả tiền nhiều hơn cho các hoạt động tài trợ trong tương lai. Việc tăng thêm những chi phí này sẽ làm giảm lợi nhuận của các công ty và do đó làm giảm giá cổ phiếu.

+ *Rủi ro về lạm phát:* Là rủi ro khi lạm phát làm cho đồng tiền mất giá và như vậy, lợi tức thu được từ các chứng khoán bị giảm giá trị. Các cổ phiếu có rủi ro về lạm phát thấp bởi lẽ, việc chi trả cổ tức thay đổi hàng năm và phần vốn gốc cũng tăng theo giá trị của công ty. Trong khi đó, các trái phiếu có rủi ro cao vì có thu nhập cố định và nếu như tiền gốc đến hạn hoàn trả vào thời điểm có lạm phát cao thì sức mua của nó nhỏ hơn nhiều so với lúc đầu tư ban đầu.

+ *Rủi ro về khả năng thanh khoản:* Là khả năng các chứng khoán do người đầu tư nắm giữ không bán được hoặc chỉ bán được ở mức giá thấp. Các chứng khoán có chất lượng thấp thường có rủi ro về khả năng thanh khoản rất cao, loại chứng khoán được mua bán rộng rãi thì rủi ro về khả năng thanh khoản ít hơn.

+ *Rủi ro thị trường:* Là khả năng xảy ra những biến động lớn, ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường làm sụt giá của tất cả các loại chứng khoán nói chung.

+ *Rủi ro về tái đầu tư:*

Rủi ro về tái đầu tư là rủi ro khi những người nắm giữ trái phiếu không thể tái đầu tư số lãi được trả vào một danh mục đầu tư có lãi suất tương đương với lãi suất đáo hạn của trái phiếu. Điều này sẽ làm cho lãi suất đáo hạn trên thực tế khác với lãi suất đáo hạn dự tính ban đầu. Các trái phiếu không lãi suất (Zero coupon Bond) sẽ không có rủi ro tái đầu tư vì không có khoản lãi nào được trả trong suốt thời gian tồn tại của nó.

+ *Rủi ro về tỷ giá hối đoái:*

Khi đầu tư ra nước ngoài, nhà đầu tư đương nhiên đã tính toán một loạt các yếu tố bất lợi, khác với tình huống đầu tư trong nước, như: Chi phí giao dịch, thuế và những rủi ro về chính trị... Trong số các rủi ro đó, yếu tố quan trọng nhất ảnh hưởng tới đầu tư nước ngoài là rủi ro về tỷ giá hối đoái. Đây là rủi ro xảy ra khi những biến động bất lợi trong tỷ giá hối đoái (giữa nước mà nhà đầu tư bỏ vốn đầu tư vào và nước nơi nhà đầu tư cư trú) làm giảm lợi nhuận đầu tư, trong trường hợp lợi nhuận đó được chuyển thành nguyên tệ để đem về nước. Có thể thấy điều này qua thí dụ sau: giả sử rằng vào đầu năm một nhà đầu tư Anh đổi Bảng Anh ra đô la để đầu tư vào các chứng khoán ở Mỹ. Tỷ giá hối đoái trả ngay là  $e = 2$  Đô la/ Bảng. Trong hoạt động đầu tư này, nhà đầu tư

cần 50.000 đôla để mua 2.000 cổ phần với giá 25 đôla/ cổ phần; tính tương đương bằng đồng Bảng Anh là 25.000 Bảng (12,5 bảng/ cổ phiếu). Các cổ phần đó được giữ trong một năm và sau đó đem bán với giá 27 đôla/ cổ phần; ngoài ra còn được nhận 2 đô la tiền cổ tức. Từ đó, tỷ lệ thu nhập trong năm tính bằng đôla là:

$$\frac{27 + 2 - 25}{25} = 16\%$$

Tuy nhiên lãi này khi tính ra Bảng Anh lại phụ thuộc vào sự biến động của tỷ giá hối đoái trong năm đó. Chẳng hạn, vào thời điểm cuối năm tỷ giá hối đoái là:  $e = 2,5$  đô la/Bảng. Như vậy, tỷ lệ thu nhập Bảng Anh là:

$$\frac{27/2,5 + 2/2,5 - 25}{25/2} = -0,072 (-7,2\%)$$

Nói cách khác, sự biến động về tỷ giá giữa đồng đô la và đồng Bảng Anh đã gây ra hậu quả là nhà đầu tư đó bị lỗ khi tính chuyển thu nhập theo đồng Bảng Anh, trong khi khoản thu đầu tư đó tính bằng đôla có hiệu quả cao.

+ *Rủi ro về pháp luật*: Là khả năng các quy định pháp luật thay đổi theo hướng bất lợi, gây nên những tổn thất cho người đầu tư chứng khoán.

### **5.2.3. Yếu tố về tính thanh khoản của chứng khoán**

Yếu tố về tính thanh khoản của chứng khoán là khả năng có thể chuyển đổi chứng khoán thành tiền. Đây là một yếu tố quan trọng trong các quyết định đầu tư, bởi lẽ như đã phân tích ở trên, hầu hết các nhà đầu tư không phải lúc nào cũng tính trước được những nhu cầu tiêu dùng và đáp ứng đầy đủ những nhu cầu tiêu dùng đó, nên hành động bán chứng khoán xảy ra là tất yếu,

đặc biệt đối với các cổ phiếu, ngoài các nguyên nhân dẫn đến nhu cầu bán cổ phiếu trên đây còn có một nguyên nhân là: một phần lợi nhuận chủ yếu có được trong hoạt động đầu tư kinh doanh cổ phiếu thu được khi bán cổ phần. Chính vì vậy, các nhà đầu tư khi phân tích để đi đến quyết định mua chứng khoán luôn quan tâm đến tính hoán tệ của chứng khoán đó. Trên thực tế, khả năng hoán tệ của chứng khoán phụ thuộc vào các yếu tố chủ yếu sau đây:

- *Số người nắm giữ chứng khoán*: Loại chứng khoán nào được phát hành rộng rãi ra công chúng thì số người nắm giữ chứng khoán đó sẽ đông đảo hơn, từ đó việc mua bán chứng khoán cũng dễ dàng và có tính chất phổ biến hơn.

- *Chất lượng của chứng khoán*: Được thể hiện chủ yếu ở mức độ an toàn của chứng khoán và điều này lại phụ thuộc chủ yếu vào chất lượng hoạt động và khả năng thanh toán của người phát hành. Thông thường những chứng khoán có độ rủi ro thấp thì có tính hoán tệ cao và ngược lại.

- *Chi phí giao dịch*: Như đã nêu, các nhà môi giới với vai trò trung gian trên thị trường luôn nhận được một tỷ lệ hoa hồng môi giới. Vì thế, các nhà đầu tư luôn phải trả một khoản chi phí cho việc mua bán chứng khoán. Nếu khoản chi phí là hợp lý, nhà đầu tư dễ dàng bán buôn chứng khoán đó để đáp ứng nhu cầu của họ; còn trong trường hợp chi phí quá cao, nhà đầu tư có thể không chấp nhận bán chứng khoán đó và như vậy, thời gian bán chứng khoán kéo dài, tính hoán tệ của chứng khoán giảm. Đối với chứng khoán nợ thông thường, tính hoán tệ của chứng khoán cũng tỷ lệ nghịch với thời hạn đáo hạn của chứng khoán.

- *Ngoại tệ*: Các nhà đầu tư nước ngoài khi bán cổ phiếu ở nước đã đầu tư vào thường chuyển tiền bán (kể cả lợi nhuận) ra tiền nước ngoài. Vì thế, nếu thủ tục chuyển đổi ngoại tệ phức tạp,

thời gian thanh toán kéo dài sẽ làm giảm tính hoán tệ của chứng khoán và do đó cũng là một nhân tố cản trở các nhà đầu tư nước ngoài.

### **5.3. Đa dạng hóa đầu tư chứng khoán**

#### **5.3.1. Sự cần thiết phải đa dạng hóa đầu tư chứng khoán**

Hoạt động đầu tư dù diễn ra dưới hình thức nào cũng gắn với nhiều loại rủi ro khác nhau. Trong khi đó, mục đích cuối cùng của các nhà đầu tư là tối đa hóa lợi ích, vì thế, việc tìm kiếm các biện pháp để tối thiểu hóa rủi ro và tối đa hóa lợi ích trở thành một nhu cầu thiết thực. Một trong các biện pháp tối thiểu hóa rủi ro đối với nhà đầu tư là đa dạng hóa đầu tư, vì việc đa dạng hóa đầu tư làm phân tán và bù trừ rủi ro giữa các tài sản khác nhau.

Rủi ro của một tài sản hay chứng khoán bao gồm 2 phần: rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống. Rủi ro hệ thống là rủi ro đối với toàn bộ thị trường, khi xảy ra ảnh hưởng đến tất cả các loại chứng khoán không loại trừ bất kỳ một loại chứng khoán nào, còn rủi ro không hệ thống là rủi ro chỉ xảy ra đối với một vài tài sản nhất định. Chính vì vậy, nếu khi đầu tư kết hợp được càng nhiều các loại tài sản có tương quan rủi ro không hệ thống, tức là các tài sản có bản chất càng khác nhau (ví dụ, các chứng khoán của các ngành công nghiệp khác nhau), thì rủi ro tổng thể của đầu tư càng giảm.

Đa dạng hóa đầu tư chứng khoán là quá trình bỏ vốn đầu tư vào các loại chứng khoán khác nhau nhằm đạt được mức sinh lời cao và giảm thiểu rủi ro.

Nếu toàn bộ vốn đem đầu tư vào một loại chứng khoán thì rủi ro có khả năng gấp phải sẽ rất cao. Việc đầu tư vào nhiều loại

chứng khoán có mức độ rủi ro khác nhau sẽ giảm bớt được mức rủi ro chung của vốn đầu tư. Sự giảm rủi ro này không phải là do sự giảm rủi ro của từng loại chứng khoán riêng biệt, mà do có sự bù trừ rủi ro giữa các loại chứng khoán khác nhau.

### 5.3.2. *Danh mục đầu tư chứng khoán*

Sự đa dạng hóa là một quá trình kết hợp các chứng khoán vào một danh mục đầu tư.

Một danh mục đầu tư chứng khoán là một tổng thể tập hợp các loại chứng khoán khác nhau nhằm tạo ra sự kết hợp giữa các loại chứng khoán để đạt được mức sinh lời cao và giảm được mức rủi ro của tổng thể đầu tư.

Người đầu tư đạt được lợi ích đầu tư nhiều hơn khi nắm giữ một danh mục đầu tư so với việc đầu tư vào một loại chứng khoán riêng lẻ.

Đầu vào của một danh mục đầu tư là những loại chứng khoán riêng biệt với đặc trưng về mức sinh lời và rủi ro khác nhau, đầu ra là mức sinh lời và rủi ro tổng thể của danh mục đầu tư.

Danh mục đầu tư chứng khoán bao gồm một danh sách các chứng khoán. Một danh sách như vậy có thể gồm: Cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi... Có thể của một công ty trong một ngành công nghiệp hay nhiều ngành khác nhau. Một danh mục đầu tư chứng khoán tốt nên bao gồm chứng khoán của nhiều ngành công nghiệp. Danh mục đầu tư hỗn hợp bao gồm một sự kết hợp một danh mục đầu tư chứng khoán với một danh mục đầu tư bất động sản.

Một danh mục đầu tư chứng khoán bao gồm tất cả các tài sản trên thị trường gọi là danh mục đầu tư thị trường.

## VI. QUỸ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

### 6.1. Quỹ đầu tư và các chủ thể tham gia quỹ đầu tư

#### 6.1.1. Khái niệm về quỹ đầu tư chứng khoán

Quỹ đầu tư chứng khoán là quỹ hình thành từ vốn góp của nhà đầu tư với mục đích kiếm lợi nhuận từ việc đầu tư vào chứng khoán hoặc các dạng tài sản đầu tư khác, kể cả bất động sản, trong đó nhà đầu tư không có quyền kiểm soát hàng ngày đối với việc ra quyết định đầu tư của quỹ.

Quỹ đầu tư thực hiện hoạt động kinh doanh đầu tư vốn dưới hai hình thức:

*Đầu tư trực tiếp:* các quỹ đầu tư dùng vốn của mình để đầu tư xâm nhập trực tiếp vào các công ty, các dự án bằng cách góp vốn cổ phần dưới hình thức mua cổ phiếu phát hành lần đầu với tư cách là cổ đông sáng lập như các sáng lập viên khác.

*Đầu tư gián tiếp:* Quỹ đầu tư dùng vốn của mình tham gia vào thị trường chứng khoán với tư cách của một nhà kinh doanh chứng khoán thông qua các công ty chứng khoán. Ngoài ra, các quỹ đầu tư còn dùng tiền vốn của mình cho vay đối với các dự án theo thoả thuận nhất định.

#### 6.1.2. Các chủ thể tham gia vào Quỹ đầu tư chứng khoán

Sự hoạt động của một quỹ đầu tư chứng khoán bao gồm chủ thể chủ yếu sau:

- *Người đầu tư:* Người đầu tư là những người góp vốn vào quỹ đầu tư dưới hình thức mua chứng chỉ quỹ hay cổ phiếu của quỹ được tổ chức dưới hình thức công ty đầu tư chứng khoán. Họ có quyền được chia lợi tức và các thu nhập khác từ hoạt động đầu

tư của quỹ theo tỉ lệ vốn góp hoặc theo thoả thuận với công ty quản lý quỹ. Tuỳ theo tính chất tổ chức của từng loại quỹ đầu tư mà người đầu tư có thể rút vốn ra khỏi quỹ đầu tư bằng các hình thức khác nhau.

- *Hội đồng quản trị:* Hội đồng quản trị chỉ tồn tại trong mô hình quỹ đầu tư dạng công ty được Đại hội cổ đông bầu lên giống như Hội đồng quản trị của một công ty cổ phần thông thường. Hội đồng quản trị đại diện cho cổ đông là các nhà đầu tư để xây dựng chính sách đầu tư và giám sát hoạt động của quỹ. Hội đồng quản trị còn chịu trách nhiệm kiểm tra, giám sát hoạt động của công ty bảo lãnh, công ty tư vấn và các bên cung cấp dịch vụ khác cho quỹ.

- *Công ty quản lý quỹ:* công ty quản lý quỹ là tổ chức có tư cách pháp nhân, hoạt động cung cấp dịch vụ quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư chứng khoán. công ty quản lý quỹ được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần.

Công ty chịu trách nhiệm quản lý hoạt động đầu tư của quỹ thực chất là quản lý danh mục chứng khoán theo mục tiêu đầu tư đã định trước, thường ghi rõ trong Bản cáo bạch phát hành và Điều lệ quỹ.

Công ty quản lý quỹ có trách nhiệm lựa chọn danh mục đầu tư thích hợp theo chính sách và mục tiêu đầu tư của quỹ, nghiên cứu, phân tích tài chính và xu hướng kinh tế quyết định thời gian đầu tư thích hợp.

Đối với quỹ đầu tư dạng hợp đồng, công ty quản lý quỹ còn là người phát hành chứng chỉ quỹ huy động vốn tạo lập quỹ.

Đối với quỹ đầu tư dạng công ty, công ty quản lý quỹ hoạt động với tư cách là người tư vấn đầu tư do Hội đồng quản trị của công ty lựa chọn và thuê làm tư vấn.

**Tổ chức lưu giữ tài sản của quỹ:** Tổ chức này thường là một ngân hàng thương mại vì các ngân hàng có sẵn cơ sở vật chất kĩ thuật cho việc lưu giữ, bảo quản tài sản cũng như có một hệ thống thanh toán, thu chi chuyên nghiệp. Ở Việt Nam, tổ chức này được gọi là Ngân hàng giám sát. Tổ chức lưu giữ tài sản chỉ chịu trách nhiệm bảo quản sự an toàn tài sản cho quỹ và định giá tài sản của quỹ. Trong mô hình quỹ đầu tư dạng hợp đồng, các tổ chức lưu giữ tài sản còn chịu trách nhiệm giám sát hoạt động của công ty quản lý quỹ để bảo vệ quyền lợi cho người đầu tư. Tất cả những yêu cầu của công ty quản lý quỹ về thu chi, đầu tư của quỹ sẽ chỉ được ngân hàng thực hiện nếu phù hợp với những quy định trong hợp đồng tín thác ký kết giữa công ty quản lý quỹ và tổ chức lưu giữ tài sản.

Ngoài ra tham dự vào quỹ đầu tư chứng khoán còn có thể có Tổ chức đại lý và Tổ chức bảo lãnh.

#### - Các Tổ chức đại lý:

Các Tổ chức đại lý của các quỹ đầu tư là những công ty chứng khoán được hợp đồng bởi quỹ đầu tư để mua lại các chứng khoán của quỹ khi người đầu tư yêu cầu và bán chúng cho những người đầu tư khác. Như vậy, tổ chức đại lý là người tạo ra thị trường thứ cấp cho các chứng khoán của quỹ. Tuy nhiên tổ chức đại lý không phải là người tạo ra thị trường trên cơ sở rủi ro và lợi ích của chính bản thân mình mà họ chỉ thực hiện điều đó thay mặt quỹ đầu tư để lấy khoản phí hoa hồng. Cũng chính vì các tổ chức đại lý là người tổ chức ra thị trường thứ cấp cho chứng khoán của quỹ đầu tư nên chỉ có các quỹ đầu tư dạng mở mới cần thiết có các đại lý vì họ luôn phải mua lại và bán ra các chứng khoán của mình theo yêu cầu của người đầu tư.

Đại lý chuyển nhượng thông thường cũng có thể đảm nhận việc trả cổ tức và thực hiện chức năng kế toán cũng như gửi các cáo định kỳ và giấy ủy quyền.

Đại lý chuyển nhượng không phải là một thành phần bắt buộc của quỹ đầu tư. Ở Hàn Quốc, công ty quản lý quỹ thực hiện luôn cả chức năng của đại lý chuyển nhượng vì vậy các quỹ đầu tư ở Hàn Quốc không có đại lý chuyển nhượng.

- *Tổ chức bảo lãnh:*

Trong trường hợp các quỹ tổ chức theo dạng công ty (công ty đầu tư), ngoài tổ chức đại lý còn có thể có một tổ chức bảo lãnh, đây là những công ty có giấy phép bảo lãnh phát hành chứng khoán. Tổ chức bảo lãnh là người bảo đảm chính của công ty đầu tư. Tổ chức bảo lãnh có một thỏa thuận riêng biệt với công ty đầu tư, nghĩa là tổ chức bảo lãnh cam kết mua toàn bộ hay một phần cổ phần của quỹ tại giá trị thuần hiện tại khi chúng được phát hành. Sau đó các cổ phần sẽ được bán lại tới công chúng thông qua những nhà kinh doanh chứng khoán hoặc mạng lưới bán hàng của nhà bảo lãnh tại giá chào bán. Một tổ chức làm đại lý chuyển nhượng hay bảo lãnh cho quỹ phải có một hợp đồng bằng văn bản với công ty đầu tư và nó phải được chấp thuận của Hội đồng quản trị hay đại hội cổ đông theo như điều lệ của công ty đầu tư.

## 6.2. Vai trò của quỹ đầu tư chứng khoán

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế thị trường cũng như sự phát triển của thị trường chứng khoán nói riêng, Quỹ đầu tư ngày càng đóng vai trò quan trọng trong đời sống kinh tế của một quốc gia. Điều đó bắt nguồn ngay chính từ bản chất hoạt động của quỹ đầu tư là một loại hình cung cấp dịch vụ tài chính. Sự hoạt động của quỹ đầu tư cung cấp cho các nhà đầu tư riêng lẻ cho công

chứng nhiều cơ hội đầu tư tốt hơn, nó góp phần quan trọng trong việc huy động vốn đầu tư cho phát triển và thúc đẩy sự phát triển ổn định của thị trường chứng khoán. Vai trò chủ yếu của quỹ được thể hiện ở những điểm chủ yếu sau:

**6.2.1. Quỹ đầu tư chứng khoán cung cấp cho các nhà đầu tư riêng lẻ - cho công chúng cơ hội đầu tư tốt hơn để đạt được mục đích tối đa hóa lợi ích**

Thực tế ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển như ở Mỹ, Anh, Nhật... và ngay ở Việt Nam hiện nay cho thấy, đại bộ phận công chúng khó có điều kiện để thực hiện đầu tư trực tiếp vào thị trường chứng khoán, bởi lẽ, ít vốn, thiếu kiến thức, kinh nghiệm và thời gian... quỹ đầu tư là hình thức và phương tiện phù hợp giúp công chúng có thể dễ dàng thực hiện đầu tư gián tiếp vào thị trường chứng khoán. Sự hoạt động của quỹ đầu tư có nhiều ưu thế và đưa lại nhiều lợi ích cho nhà đầu tư riêng lẻ, có thể thấy qua những điểm chủ yếu sau:

- *Dễ dàng thực hiện được đa dạng hóa đầu tư, giảm thiểu rủi ro.*

Mục đích của việc bỏ trốn đầu tư là để thu được lợi nhuận. Nhưng đầu tư thường xuyên gắn liền với rủi ro, lợi nhuận càng cao thì rủi ro càng lớn.

Trên thực tế, để có thể thực hiện được cả hai mục tiêu trên, vốn đầu tư cần phải được quản lý bởi các nhà đầu tư chuyên nghiệp và được đa dạng hóa theo một danh mục đầu tư thích hợp. Mặc dù, các nhà đầu tư là người có vốn, song hầu hết các nhà đầu tư cá nhân không có nghiệp vụ kinh doanh và có ít vốn nên khó có thể thực hiện đa dạng hóa đầu tư đầy đủ vào các tài sản trên thị trường. Bởi vậy, việc góp vốn vào quỹ đầu tư chứng khoán là hình

thức thích hợp nhất đối với các nhà đầu tư cá nhân. Chỉ có như vậy, thì với số tiền ít ỏi của mình các nhà đầu tư mới có thể thu được những lợi ích của việc đa dạng hóa.

### - *Giảm chi phí giao dịch*

Phí giao dịch luôn luôn là một vấn đề lớn đối với người có vốn đầu tư chứng khoán. Đầu tư chứng khoán là một quá trình phức tạp từ khâu phân tích thị trường, chọn lựa tài sản đầu tư cho tới khi tiến hành giao dịch mua bán tài sản. Quá trình này đòi hỏi những kiến thức sâu về chuyên môn và nghiệp vụ. Đại đa số công chúng đều không được trang bị đầy đủ kiến thức để thực hiện những nghiệp vụ trên. Bởi vậy, theo cách thông thường người đầu tư thực hiện việc đầu tư thông qua các tổ chức trung gian môi giới. Do đó, sẽ có hàng loạt những chi phí đi kèm theo để thực hiện một khoản đầu tư. Những chi phí này là cần thiết để thực hiện một giao dịch hay còn gọi là chi phí giao dịch. Chi phí giao dịch làm giảm lợi nhuận từ đầu tư, đôi khi những chi phí này quá lớn làm cho khoản đầu tư không có lợi nữa. Do vậy, giảm chi phí giao dịch là hết sức quan trọng trong đầu tư.

Nếu các nhà đầu tư riêng lẻ tham gia vào Quỹ đầu tư, thì với số vốn lớn huy động được Quỹ đầu tư có thể thực hiện giao dịch những lô lớn cổ phiếu hoặc trái phiếu, nhờ đó có thể giảm được chi phí giao dịch. Đây là cách tiết kiệm chi phí giao dịch nhờ quy mô kinh doanh lớn.

### - *Quản lý chuyên nghiệp*

Giá cả chứng khoán trên thị trường thường xuyên biến động. Do vậy, để thực hiện đầu tư có hiệu quả đòi hỏi phải theo dõi tình hình giá cả của chứng khoán, thu thập và phân tích thông tin. Việc làm này tiêu tốn không ít thời gian và không phải ai cũng

đủ kiến thức chuyên môn để có thể đưa ra những quyết định chính xác. Vì thế, cách thức tốt nhất để một nhà đầu tư riêng lẻ tham gia TTCK là góp vốn vào quỹ đầu tư chứng khoán. Khi đó, số tiền của nhà đầu tư sẽ được giao cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp quản lý. Với kiến thức nghiệp vụ chuyên sâu và hệ thống thông tin phong phú, các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp của quỹ sẽ đưa ra các quyết định đầu tư khoa học và hiệu quả thực hiện đa dạng hóa theo danh mục đầu tư.

- *Tính thanh khoản.*

Hầu hết các chứng khoán của quỹ đầu tư chứng khoán đều có thể dễ dàng bán lại trên Sở GDCK hoặc là có thể bán lại trực tiếp cho quỹ. Điều đó cho thấy chứng khoán của Quỹ đầu tư là một trong những tài sản có tính thanh khoản cao trên thị trường, nó hấp dẫn lôi cuốn các nhà đầu tư.

**6.2.2. Quỹ đầu tư chứng khoán góp phần quan trọng vào việc huy động vốn cho đầu tư phát triển nền kinh tế**

Vai trò này của quỹ đầu tư chứng khoán được thực hiện chủ yếu ở chỗ:

- *Quỹ đầu tư là cầu nối lý tưởng giữa nguồn vốn ngắn hạn của người đầu tư và nhu cầu dài hạn trên thị trường tài chính.*

Tổ chức Quỹ đầu tư có thể dễ dàng giúp cho các nhà đầu tư riêng lẻ ít vốn vẫn có thể thực hiện được đa dạng hóa đầu tư và có khả năng thu được lợi nhuận tương đối cao và giảm thiểu được rủi ro. Và vì thế, công chúng tin tưởng và sẵn sàng bỏ tiền góp vốn vào Quỹ đầu tư thông qua việc mua chứng khoán của tổ chức này phát hành. Trên cơ sở đó, Quỹ đầu tư có thể đầu tư số vốn huy động được vào bất kỳ một loại chứng khoán dài hạn nào, thậm chí là bất động sản. Sở dĩ như vậy là vì các chứng khoán của Quỹ đầu

tư có tính hoán tệ cao nên các nhà đầu tư có thể dễ dàng thu hồi vốn bằng cách bán chúng trên Sở giao dịch chứng khoán, trên thị trường OTC hoặc cho chính quỹ đó mà không hề ảnh hưởng tới nguồn vốn đầu tư có tính chất dài hạn của quỹ đầu tư. Chính vì vậy, hoạt động quỹ đầu tư là khâu trung gian giữa cung vốn ngắn hạn và cầu vốn dài hạn của nền kinh tế.

- *Quỹ đầu tư góp phần quan trọng cung cấp vốn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, các dự án "Đầu tư mạo hiểm".*

Quỹ đầu tư dễ dàng thực hiện đa dạng hóa đầu tư theo danh mục, từ đó sẽ hạn chế được phần lớn những rủi ro không hệ thống. Chính vì vậy, ở nhiều nước, Quỹ đầu tư là người sẵn sàng trong việc mua các chứng khoán mới phát hành của các công ty vừa và nhỏ, các công ty lần đầu tiên phát hành chứng khoán hay các công ty có dự án "Đầu tư mạo hiểm".

Điều đó có ý nghĩa rất lớn trong việc tài trợ cho sự phát triển của các công ty, bởi lẽ, phần lớn các công ty nói trên chưa đủ mạnh, chưa đủ uy tín để lôi cuốn các nhà đầu tư riêng lẻ thực hiện bỏ vốn đầu tư.

### **6.2.3. Quỹ đầu tư chứng khoán góp phần quan trọng vào sự phát triển ổn định thị trường chứng khoán**

Quỹ đầu tư chứng khoán đóng vai trò rất quan trọng trong giai đoạn đầu hình thành và phát triển thị trường chứng khoán. Vì sự có mặt của Quỹ đầu tư sẽ tạo cho công chúng một thói quen đầu tư.

Mặt khác, là nhà đầu tư chuyên nghiệp, quỹ đầu tư đóng góp quan trọng và sự phát triển của thị trường chứng khoán bằng cách đưa ra những phương pháp đầu tư khoa học và thực hiện đầu tư trên cơ sở phân tích đánh giá kĩ lưỡng cơ hội đầu tư. Điều này góp phần rất quan trọng vào việc ổn định thị trường.

### 6.3. Phân loại quỹ đầu tư chứng khoán

Sau khi ra đời cho đến nay quỹ đầu tư trải qua hơn một trăm năm tồn tại với những thăng trầm, nhưng xu hướng chung là ngày càng phát triển mạnh mẽ trên phạm vi toàn cầu. Hình thức quỹ đầu tư cũng ngày càng phong phú, đa dạng và ở mỗi nước nó cũng có những nét đặc thù. Nhưng nhìn nhận một cách tổng quát có thể chia quỹ đầu tư chứng khoán thành các loại chủ yếu sau:

#### 6.3.1. Dựa theo đối tượng góp vốn vào quỹ

Theo cách phân loại này, quỹ đầu tư được chia thành quỹ đại chúng và quỹ thành viên.

- **Quỹ đại chúng:** Là quỹ đầu tư chứng khoán thực hiện chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng.

Đây là loại quỹ đầu tư tập thể, được hình thành từ vốn góp của các nhà đầu tư. Việc thành lập và chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng của quỹ đại chúng do công ty quản lý quỹ thực hiện.

Đối với quỹ đại chúng, nhà đầu tư có thể là cá nhân hay pháp nhân nhưng phần lớn là các nhà đầu tư cá nhân. Quỹ đại chúng cung cấp cho các nhà đầu tư nhỏ phương tiện đầu tư đảm bảo đa dạng hóa đầu tư, giảm thiểu rủi ro và chi phí thấp với hiệu quả cao do tính chuyên nghiệp của quỹ.

Sự hoạt động của quỹ đại chúng liên quan đến lợi ích của nhiều nhà đầu tư trong công chúng, vì vậy, quỹ đại chúng phải tuân thủ nhiều ràng buộc nghiêm ngặt của pháp luật. Mục đích của việc pháp luật đưa ra các hạn chế đối với quỹ đại chúng là nhằm bảo đảm sự an toàn cho quỹ, bảo vệ lợi ích hợp pháp và chính đáng của các nhà đầu tư.

Quỹ đại chúng có thể thành lập dưới dạng quỹ mở hoặc quỹ đóng.

- *Quỹ thành viên:* Là quỹ đầu tư chứng khoán có số thành viên tham gia góp vốn, giới hạn ở mức nhất định và chỉ bao gồm thành viên là pháp nhân.

Tùy theo điều kiện mà pháp luật ở mỗi nước quy định mức giới hạn cụ thể về số lượng thành viên tham gia góp vốn. Do vậy, quỹ này không được chào bán chứng khoán ra công chúng. Việc thành lập quỹ thành viên do các thành viên góp vốn thành lập trên cơ sở hợp đồng góp vốn và Điều lệ của quỹ. Mỗi quỹ thành viên phải do một công ty quản lý quỹ quản lý.

Mục tiêu chủ yếu của việc thành lập quỹ thành viên là để thực hiện các hoạt động đầu tư có tính chất mạo hiểm. Các hoạt động đầu tư này có thể mang lại những khoản lợi nhuận tiềm năng rất cao cho các nhà đầu tư, tuy nhiên rủi ro cũng rất lớn. Với tính chất rủi ro như vậy, các quỹ thành viên không phù hợp với việc huy động vốn từ công chúng. Quy mô và phạm vi huy động vốn của quỹ chỉ tập trung vào một số nhà đầu tư lớn, có tiềm lực tài chính và có khả năng chấp nhận những rủi ro cao trong hoạt động đầu tư. Chính vì vậy, để tham gia vào quỹ thành viên, các nhà đầu tư phải đạt được những điều kiện nhất định do pháp luật đặt ra.

Với tính chất và mục tiêu đầu tư như trên, các quỹ thành viên thường không phải chịu các hạn chế theo quy định của pháp luật như quỹ công chúng.

Quỹ thành viên là quỹ đầu tư chứng khoán dạng đóng.

### **6.3.2. Dựa theo hình thức tổ chức**

Theo hình thức tổ chức hoạt động, quỹ đầu tư được chia làm hai loại: Quỹ đầu tư dạng công ty và Quỹ đầu tư dạng hợp đồng.

- *Quỹ đầu tư dạng công ty.*

Theo mô hình này, quỹ đầu tư là một pháp nhân đầy đủ được gọi là công ty đầu tư chứng khoán.

Công ty đầu tư chứng khoán được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần, bao gồm các loại sau:

- Công ty đầu tư chứng khoán đại chúng: là công ty đầu tư chứng khoán chào bán cổ phiếu ra công chúng. Cổ phiếu của công ty được niêm yết và giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán.

- Công ty đầu tư chứng khoán phát hành riêng lẻ: công ty này chỉ được chào bán cổ phiếu trong phạm vi giới hạn một số lượng các nhà đầu tư nhất định theo quy định của pháp luật.

Công ty đầu tư chứng khoán tự quản lý vốn đầu tư hoặc ủy thác cho một công ty quản lý quỹ quản lý hoặc thuê công ty quản lý quỹ tư vấn đầu tư và tự mình thực hiện giao dịch.

#### ***- Quỹ đầu tư dạng hợp đồng.***

Đây là mô hình quỹ tín thác đầu tư. Khác với mô hình quỹ đầu tư dạng công ty, trong mô hình này quỹ đầu tư không phải là một pháp nhân. Quỹ đầu tư hầu như thuần túy là một quỹ tiền tệ do các nhà đầu tư đóng góp hình thành nên quỹ và ủy thác cho nhà đầu tư chuyên nghiệp quản lý và thực hiện đầu tư thông qua đó các nhà đầu tư góp vốn được hưởng lợi nhuận từ kết quả hoạt động của quỹ.

Quỹ đầu tư theo dạng hợp đồng là một cơ chế hoạt động bao gồm các bên tham gia: công ty quản lý quỹ, người lưu giữ tài sản của quỹ và người đầu tư

Có thể có sự khác biệt nhất định theo quy định luật pháp của mỗi nước, nhưng nhìn chung các bên tham gia vào quỹ đầu tư dạng hợp đồng có chức năng, nhiệm vụ chủ yếu sau:

*Công ty quản lý quỹ:* Trong mô hình này công ty quản lý quỹ thực hiện các chức năng và hoạt động chủ yếu sau:

- + Thành lập quỹ đầu tư chứng khoán.

Công ty quản lý quỹ đứng ra xin phép thành lập quỹ và tiếp đó phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư để tạo vốn cho quỹ.

+ Lựa chọn và thực hiện đầu tư vốn của quỹ vào chứng khoán hoặc tài sản khác phù hợp với điều lệ của quỹ.

+ Xác định lợi nhuận của quỹ và chỉ dẫn người lưu giữ tài sản của quỹ thực hiện phân phối lợi nhuận cho người đầu tư...

Công ty quản lý quỹ được hưởng các khoản phí và thưởng theo quy định của điều lệ quỹ. Một công ty quản lý có thể quản lý một hoặc nhiều quỹ đầu tư chứng khoán.

*Người lưu giữ tài sản của quỹ:* Đóng vai trò là người bảo quản tài sản của quỹ, đồng thời thực hiện giám sát hoạt động của công ty quản lý quỹ đối với quỹ. Ở Việt Nam, người lưu giữ tài sản của quỹ là ngân hàng giám sát.

Trong mô hình quỹ đầu tư dạng hợp đồng, ngân hàng giám sát thực hiện các nghĩa vụ chủ yếu sau:

- + Thực hiện lưu ký tài sản của quỹ, quản lý tách biệt tài sản của quỹ với các tài sản khác của ngân hàng giám sát.

- + Giám sát để đảm bảo công ty quản lý quỹ thực hiện việc quản lý quỹ tuân thủ Điều lệ quỹ đầu tư và các quy định của luật pháp.

- + Thực hiện hoạt động thu, chi, thanh toán và chuyển giao tiền, chứng khoán liên quan đến hoạt động của quỹ theo yêu cầu của công ty quản lý quỹ.

+ Xác nhận các báo cáo do công ty quản lý quỹ lập có liên quan đến quỹ.

Khi thực hiện nhiệm vụ, ngân hàng giám sát được hưởng các khoản phí nhất định được quy định theo điều lệ của quỹ.

*Người đầu tư vào quỹ đầu tư:* Là tổ chức hay cá nhân góp vốn vào quỹ thông qua việc mua chứng chỉ quỹ đầu tư. Người đầu tư có quyền hưởng lợi từ hoạt động đầu tư của quỹ tương ứng với tỷ lệ vốn góp và yêu cầu công ty quản lý quỹ thực hiện đúng điều lệ của quỹ. Tuy nhiên, người đầu tư không được phép trực tiếp thực hiện các quyền và nghĩa vụ với tài sản trong danh mục đầu tư của quỹ. Như vậy, người đầu tư không có quyền quản lý quỹ đầu tư, không được phép yêu cầu công ty quản lý quỹ, người lưu giữ trình sổ sách hoặc thư từ giao dịch, ngoại trừ tại đại hội những người đầu tư.

Biểu: So sánh Quỹ đầu tư dạng hợp đồng và Quỹ đầu tư dạng công ty.

	Quỹ đầu tư dạng hợp đồng	Quỹ đầu tư dạng công ty
Hình thức thành lập	Quỹ được thành lập trên cơ sở hợp đồng tín thác quy định rõ quyền lợi và nghĩa vụ của các bên.	Quỹ được thành lập dưới hình thức là một công ty cổ phần.
Cơ sở của quản lý quỹ	Bản hợp đồng tín thác và điều lệ của quỹ.	Điều lệ của công ty do đại hội cổ đông thông qua
Chứng khoán do quỹ phát hành	Chứng chỉ quỹ đầu tư	Cổ phiếu

Thời gian hoạt động	Được xác định trong điều lệ của quỹ	Thường không được xác định trước mà do các cổ đông quyết định.
Đặc điểm	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tính ổn định cao hơn vì sự phân tách giữa chủ sở hữu và người quản lý rõ ràng là Đại hội đồng cổ đông và Hội đồng quản trị.</li> <li>- Dễ thực hiện quản lý Nhà nước.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tính ổn định thấp hơn vì quỹ có hai cơ quan quyền lực là Đại hội đồng cổ đông và Hội đồng quản trị.</li> <li>- Khó thực hiện quản lý Nhà nước.</li> </ul>

### **6.3.3. Phân loại theo cấu trúc vận động vốn của quỹ**

Theo các phân loại này quỹ đầu tư được chia thành 2 loại: Quỹ đầu tư dạng đóng (quỹ đóng) và quỹ đầu tư dạng mở (quỹ mở)

- **Quỹ mở:** Là quỹ đầu tư có thể phát hành liên tục chứng chỉ quỹ hay cổ phiếu ra công chúng và phải mua lại khi nhà đầu tư có yêu cầu thu hồi vốn.

Như vậy, quỹ đầu tư mở có thể phát hành thêm chứng chỉ quỹ hay cổ phiếu để mở rộng quy mô của quỹ. Chứng khoán của quỹ mở không được niêm yết, giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán. Nhà đầu tư có quyền bán lại các chứng khoán đó cho quỹ và khi đó quỹ phải có nghĩa vụ mua lại các chứng khoán này theo giá trị tài sản thuần của quỹ tại thời điểm giao dịch. Tuy nhiên, ở một số nước có một số quỹ mở, trong thời gian đầu mới thành lập người ta có thể quy định trong một khoảng thời gian nhất định sau khi thành lập quỹ không được giao dịch mua, bán chứng khoán của quỹ, thời gian này được gọi là "Giai đoạn đóng của quỹ".

- **Quỹ đóng:** Là loại quỹ đầu tư mà chứng chỉ quỹ hay cổ phiếu đã phát hành ra cho nhà đầu tư không được quỹ mua lại theo yêu cầu của nhà đầu tư.

Khi xem xét quỹ đầu tư chứng khoán dạng đóng cần chú ý một số điểm sau đây:

+ Phần trên đã nêu quỹ đại chúng, loại quỹ này có thể được thành lập dưới dạng quỹ mở hoặc có thể thành lập dưới dạng quỹ đóng. Đối với quỹ đại chúng dạng đóng sau khi chứng chỉ quỹ đã chào bán ra công chúng, quỹ không mua lại chứng chỉ quỹ theo yêu cầu của nhà đầu tư. Để tạo tính thanh khoản cho loại quỹ này sau khi kết thúc việc huy động vốn, chứng chỉ quỹ sẽ được niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán hay được giao dịch trên thị trường chứng khoán phi tập trung. Các nhà đầu tư có thể thu hồi vốn bằng việc bán chứng chỉ quỹ ở các thị trường trên. Luật pháp ở một số nước cho phép quỹ đại chúng dạng đóng ngoài lần chào bán chứng chỉ quỹ lần đầu ra công chúng, trong quá trình hoạt động, quỹ này vẫn có thể phát hành thêm chứng chỉ quỹ để tăng vốn, tuy nhiên để được phát hành, quỹ phải đáp ứng được các điều kiện nhất định theo quy định của pháp luật.

- Quỹ thành viên là quỹ đầu tư chứng khoán dạng đóng, do thành viên góp vốn trên cơ sở Biên bản thỏa thuận góp vốn và Điều lệ quỹ. Trong quá trình hoạt động, quỹ này có thể tăng thêm vốn điều lệ và thành viên góp vốn có thể chuyển nhượng một phần hay toàn bộ phần vốn góp, tuy nhiên phải tuân thủ các quy định của pháp luật.

#### **6.3.4. Phân loại theo đối tượng đầu tư**

Cách phân loại này được dựa trên cơ sở đối tượng đầu tư mà quỹ sẽ tập trung chủ yếu tiền vốn của quỹ để thực hiện đầu tư nhằm đạt được mục tiêu nhất định của quỹ. Theo cách này, có thể chia quỹ đầu tư thành nhiều loại khác nhau như quỹ đầu tư cổ phiếu, quỹ đầu tư trái phiếu, quỹ đầu tư cân bằng v.v.

- Các quỹ đầu tư cổ phiếu.

Quỹ đầu tư cổ phiếu là loại quỹ đầu tư sử dụng hầu hết tiền vốn của quỹ để đầu tư vào các loại cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi. Một vài quỹ hạn chế mục tiêu đầu tư của mình và chúng được đặt tên theo sự hạn chế này như: các quỹ cổ phiếu thường (đầu tư chủ yếu vào các loại cổ phiếu thường), các quỹ chuyên môn hoá (tập trung đầu tư vào các ngành công nghiệp nhất định hay là các công ty được lựa chọn với một chủ định đã dự kiến)... Song việc phân loại như trên không thống nhất và không thể hiện được chiến lược của các quỹ trong quản lý đối tượng đầu tư. Một cách tổng quát, các quỹ đầu tư cổ phiếu được chia thành quỹ phát triển, quỹ thu nhập.

+ *Quỹ phát triển*: Quỹ này có xu hướng đầu tư vào cổ phiếu. Ngoài việc đầu tư vào các cổ phiếu của các công ty hàng đầu có thu nhập và cổ tức ở mức cao, quỹ còn mạnh dạn đầu tư vào các cổ phiếu tăng trưởng đó là các cổ phiếu của các công ty có thu nhập trên trung bình, nhưng có tiềm năng lớn đang chú trọng đẩy mạnh nghiên cứu các sáng chế có giá trị, có chính sách giữ lại lợi nhuận nhiều hơn để tái đầu tư mở rộng hoạt động kinh doanh của công ty.

+ *Quỹ thu nhập*: Hạn chế số lượng vốn đầu tư vào cổ phiếu thường với tỷ lệ nhỏ hơn 50% tổng số vốn của quỹ. Mục đích của quỹ thu nhập là đảm bảo sự ổn định về lợi nhuận, do vậy, việc đầu tư vào việc trái phiếu và trái phiếu chuyển đổi được coi trọng hơn so với cổ phiếu.

+ *Quỹ thu nhập và phát triển*: Quỹ này thông thường đầu tư không quá 60 hay 70% vốn của nó vào cổ phiếu. Quỹ này vừa tìm cách bảo đảm sự ổn định về lợi nhuận và chú trọng để đạt được mức tăng trưởng dài hạn. Chính vì vậy, quỹ thu nhập phát triển có đặc điểm là tạo dựng sự cân bằng trong đầu tư vào cổ phiếu,

trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi, với chiều hướng mua cổ phiếu nhiều hơn trái phiếu.

- *Các quỹ đầu tư trái phiếu.*

Quỹ đầu tư trái phiếu là các loại quỹ đầu tư thực hiện đầu tư duy nhất vào trái phiếu. Mục đích của quỹ là đạt được sự ổn định về thu nhập. Các quỹ đầu tư trái phiếu được phân loại theo sự tập trung đầu tư của quỹ, chẳng hạn:

Quỹ trái phiếu Chính phủ: quỹ trái phiếu chính phủ đưa ra mức độ ổn định về thu nhập và an toàn cao khi chúng đầu tư tài sản vào các loại trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu đô thị.

Quỹ thị trường tiền tệ: Quỹ thị trường tiền tệ đầu tư chủ yếu vào các công cụ nợ ngắn hạn như: Hối phiếu thương mại, trái phiếu Chính phủ ngắn hạn...

Quỹ trái phiếu trong nước và nước ngoài: Quỹ này đầu tư không chỉ đầu tư vào trái phiếu trong nước mà cả trái phiếu nước ngoài.

#### *6.3.5. Phân loại quỹ đầu tư theo mức độ chủ động trong quản lý*

Theo cách phân loại này Quỹ đầu tư được chia làm 2 loại: Quỹ đầu tư cố định và quỹ đầu tư linh hoạt.

- *Quỹ đầu tư cố định.*

Quỹ đầu tư cố định không cho phép người quản lý (hay người tư vấn đầu tư) được quyền thay đổi các chứng khoán trong danh mục đầu tư của quỹ, ngoại trừ trường hợp người phát hành chứng khoán chịu sự thay đổi tính chất hay quyền hạn pháp lý. Thông thường danh mục đầu tư được xác định ngay từ lúc thành

lập quỹ và không thay đổi trong suốt thời gian tồn tại của quỹ. Các quỹ cố định rất bất lợi trong trường hợp có sự giảm sút lớn giá cả của chứng khoán trong danh mục của quỹ đầu tư, bởi vì, lúc đó người quản lý quỹ sẽ hầu như bất lực khó có thể cứu vãn được sự sụt giảm giá trị tài sản thuần trên cổ phiếu hay chứng chỉ của quỹ. Tuy nhiên, các quỹ cố định cũng đưa lại những lợi ích nhất định cho người đầu tư, chẳng hạn người đầu tư có thể xác định được bản chất các chứng khoán đang được nắm giữ trong danh mục đầu tư của quỹ.

- *Quỹ đầu tư linh hoạt.*

Quỹ đầu tư linh hoạt cho phép người quản lý quỹ có thể thay đổi các chứng khoán trong danh mục đầu tư của quỹ theo tính toán của họ trong trường hợp cần thiết để tránh tổn thất cho quỹ. Tất nhiên, những người quản lý cần phải tuân theo những ràng buộc nhất định, như họ không thể tự ý thay đổi chiến lược đầu tư của quỹ hay sự tập trung đầu tư của quỹ. Ngày nay, các quỹ đầu tư linh hoạt ngày càng chiếm ưu thế so với các quỹ đầu tư cố định. Chính những sự tự do nhất định trong công tác quản lý quỹ đã tạo thuận lợi cho việc quản lý chuyên môn của các chuyên gia, cho phép họ kiểm tra những suy giảm trong giá trị tài sản thuần trên cổ phiếu hay chứng chỉ của quỹ và do đó các quỹ linh hoạt trở nên hấp dẫn đối với nhà đầu tư hơn là các quỹ cố định./.

## Chương 6

# THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ VÀ VIỆC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ

## I. TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ

### 1.1. Trái phiếu quốc tế

Trái phiếu quốc tế là chứng chỉ vay nợ do nhà phát hành (bao gồm Chính phủ, chính quyền địa phương các tổ chức kinh tế của một nước hay các tổ chức tài chính quốc tế) phát hành trên thị trường vốn quốc tế nhằm huy động vốn của các nhà đầu tư trên thế giới.

Để phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế, nhà phát hành có thể sử dụng nhiều loại trái phiếu quốc tế khác nhau. Dựa trên cơ sở một số tiêu thức nhất định, có thể chia trái phiếu quốc tế ra các loại chủ yếu sau:

- **Phân loại theo thị trường phát hành:** Có thể phân biệt trái phiếu nước ngoài và trái phiếu quốc tế.

*Trái phiếu nước ngoài:* Là loại trái phiếu do nhà phát hành ở một nước này phát hành trái phiếu trên thị trường vốn của một nước khác bằng đồng tiền của nước mà trái phiếu được phát hành và người phát hành phải tuân thủ hệ thống pháp lý về phát hành chứng khoán của nước đó.

Trái phiếu nước ngoài thường có những tên gọi riêng chẳng hạn như trái phiếu nước ngoài chào bán tại Mỹ được gọi là

Yankee, trái phiếu nước ngoài chào bán ở Nhật Bản được gọi là trái phiếu Samurai và trái phiếu nước ngoài chào bán ở Anh là Bulldogs.

*Trái phiếu Châu Âu:* Là loại trái phiếu được phát hành đồng thời ở nhiều nước, ở nhiều trung tâm tài chính quốc tế và thông thường được phát hành bằng đồng tiền khác với đồng tiền của nước mà trái phiếu được bán ra ở đó.

Trái phiếu Châu Âu khác với trái phiếu nước ngoài ở một số đặc điểm liên quan chủ yếu, nhưng đặc điểm nhận dạng chủ yếu nhất là loại trái phiếu này được phát hành đồng thời ở nhiều nước, ở nhiều trung tâm tài chính quốc tế, chẳng hạn một công ty có thể phát hành trái phiếu bằng USD đồng thời ở các nước Anh, Pháp, Đức, Nhật, Mỹ.

Các công ty đa quốc gia, các công ty lớn, các chính phủ các nước, các doanh nghiệp nhà nước và các tổ chức quốc tế đều có thể phát hành trái phiếu Châu Âu. Loại trái phiếu này được chào bán cùng một lúc ở nhiều thị trường khác nhau. Hầu hết các loại trái phiếu Châu Âu đều là trái phiếu vô danh và được đảm bảo thanh toán.

- *Phân loại theo lãi suất trái phiếu:* Có thể phân biệt trái phiếu có lãi suất biến động hay lãi suất thả nổi và trái phiếu có lãi suất cố định.

*Trái phiếu có lãi suất cố định:* Là loại trái phiếu mà tiền lãi được thanh toán theo một tỷ lệ cố định đã được ấn định khi phát hành. Lãi trái phiếu thường được trả hàng năm chứ không phải trả nửa năm một lần chủ yếu là do các trái phiếu này là phải trả vô danh và việc trả hàng năm thuận lợi hơn cho người nắm giữ trái phiếu.

**Trái phiếu có lãi suất biến đổi:** Là một công cụ tài chính được ưa chuộng trên thị trường trái phiếu quốc tế vào đầu những năm 80 của thế kỷ trước. Trái phiếu có lãi suất biến đổi thường được trả lãi nửa năm một lần, mức lãi này được tính dựa trên cơ sở một lãi suất biến đổi. Thông thường lãi được tính dựa vào LIBOR (lãi suất liên ngân hàng thị trường Luân Đôn) cộng thêm một mức chênh lệch được ấn định trước. Cũng giống như hầu hết các loại công cụ tài chính có mức sinh lời không cố định, loại trái phiếu này cho phép nhà đầu tư chuyển một phần lớn rủi ro lãi suất trong việc đầu tư tài chính sang cho người đi vay. Loại trái phiếu này rất phổ biến đầu những năm 80. Thời kỳ này trên thị trường thế giới chủ yếu sử dụng các loại công cụ có lãi suất tương đối cao và không dự tính trước được.

**Trái phiếu có thể chuyển đổi:** Đầu những năm 90 của thế kỷ 20 trên thị trường trái phiếu quốc tế có thêm việc phát hành loại trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu. Loại trái phiếu này giống như trái phiếu có lãi suất cố định thông thường về đặc điểm giá cả và việc thanh toán, bên cạnh đó nó còn có thêm đặc điểm nữa là nó có thể chuyển thành cổ phiếu trước khi đáo hạn với một mức giá xác định cho mỗi cổ phiếu (nói cách khác là một trái phiếu có thể chuyển đổi thành bao nhiêu cổ phiếu). Các công ty cổ phần có thể phát hành trái phiếu này với lãi suất thấp do giá trị tăng thêm mà đặc điểm chuyển đổi thành cổ phiếu mang lại.

**Trái phiếu chiết khấu:** Là trái phiếu cho phép các nhà đầu tư được hưởng lãi trước; nói cách khác, nhà phát hành sẽ bán các trái phiếu với giá thấp hơn mệnh giá, khoản chênh lệch giữa giá bán và mệnh giá chính là lợi tức của trái phiếu và nhà đầu tư thu được ngay từ khi mua trái phiếu.

- **Phân loại trái phiếu theo nhà phát hành:** Có thể chia trái phiếu quốc tế thành các loại:

*Trái phiếu chính phủ:* Là một loại trái phiếu do chính phủ của một nước phát hành ra thị trường vốn quốc tế nhằm huy động vốn nước ngoài phục vụ nhu cầu đầu tư phát triển kinh tế - xã hội.

*Trái phiếu ngân hàng:* Là một loại trái phiếu do các ngân hàng thương mại phát hành ra thị trường vốn quốc tế nhằm huy động vốn nước ngoài phục vụ nhu cầu mở rộng tín dụng đầu tư của ngân hàng.

*Trái phiếu doanh nghiệp:* Là loại trái phiếu do các doanh nghiệp phát hành ra thị trường vốn quốc tế để vay vốn nước ngoài phục vụ các dự án đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, đổi mới thiết bị, công nghệ sản xuất của doanh nghiệp.

*Trái phiếu của các tổ chức tài chính quốc tế:* Là trái phiếu do các tổ chức quốc tế phát hành như ngân hàng phát triển Châu Á, ngân hàng thế giới v.v...

## 1.2. Thị trường trái phiếu quốc tế

Thị trường trái phiếu quốc tế là nơi các nhà đầu tư và các nhà phát hành từ các nước có nền tảng pháp lý khác nhau gặp gỡ, giao dịch mua bán trái phiếu.

### 1.2.1. Thị trường trái phiếu Châu Âu

Thị trường trái phiếu Châu Âu tồn tại từ gần 30 năm nay và hiện là một trong những thị trường trái phiếu quốc tế lớn nhất thế giới; các trái phiếu Châu Âu thường được niêm yết trên SGDCK Luân Đôn và Lúcxembua. Đơn xin niêm yết trên SGDCK Lúcxembua phải do ngân hàng Lúcxembua đệ trình. Hầu hết các đợt phát hành trái phiếu Châu Âu đều dựa theo Luật của nước Anh.

Trái phiếu Châu Âu có thể được phát hành bằng nhiều đồng tiền như: Đô la (Mỹ), Bảng (Anh), Franc (Pháp), Mark (Đức), Yên

(Nhật)... Và được bán cho cả các nhà đầu tư Châu Âu, Nhật Bản, Mỹ... Thông qua việc chào bán công khai diễn ra cùng một lúc: Thời hạn của các trái phiếu Châu Âu có thể là 5 năm, 7 năm hoặc 10 năm; công ty xác định hệ số tín nhiệm cho các trái phiếu Châu Âu thường là Moody's và S & P. Việc thanh toán trên thị trường trái phiếu Châu Âu được thực hiện thông qua Euroclear hoặc CEDEL.

Khi phát hành trái phiếu Châu Âu, nhà phát hành có thể không cần công bố hệ số tín nhiệm của mình. Trái phiếu Châu Âu có thể được chào bán dưới hai hình thức:

- Trái phiếu Châu Âu chào bán công khai: Là việc phát hành trái phiếu Châu Âu ra rộng rãi công chúng đầu tư.

- Trái phiếu Châu Âu phát hành riêng lẻ là việc không phát hành rộng rãi trái phiếu ra công chúng, chỉ chào bán hạn chế cho một số nhà đầu tư chuyên nghiệp nhất định.

**- Những đặc điểm của thị trường trái phiếu Châu Âu:**

Ba đặc điểm rất quan trọng của thị trường trái phiếu Châu Âu là không có sự can thiệp của các qui định, các yêu cầu công khai ít nghiêm ngặt hơn và thị trường này được hưởng ưu đãi về thuế.

**Không có sự can thiệp của các qui định:** Chính phủ các nước quốc gia thường kiểm soát chặt chẽ việc những người nước ngoài phát hành chứng khoán bằng đồng tiền nước họ và chào bán trong phạm vi các nước này. Tuy nhiên, các quốc gia nói chung lại có những giới hạn nghiêm ngặt hơn đối với việc phát hành các loại chứng khoán bằng đồng ngoại tệ và chào bán chúng trên phạm vi các thị trường của nước đó. Thực tế, việc mua bán trái phiếu Châu Âu không chịu sự chi phối của luật pháp bất cứ của một quốc gia nào.

**Các yêu cầu công khai thông tin ít nghiêm ngặt hơn:**

Những yêu cầu công khai thông tin của thị trường trái phiếu Châu Âu ít nghiêm ngặt hơn so với yêu cầu của Ủy ban chứng khoán Mỹ. Các công ty của Mỹ thường thấy rằng chi phí đăng ký phát hành trái phiếu Châu Âu thấp hơn so với chi phí đăng ký phát hành trái phiếu trong nước và nó cũng đỡ tốn kém thời gian hơn trong việc đem chứng khoán phát hành tới thị trường. Các công ty không phải của Mỹ thường thích trái phiếu Đô la Châu Âu hơn là các trái phiếu chỉ chào bán trên thị trường Mỹ, vì họ không muốn bỏ chi phí cho việc công khai thông tin hay đăng ký với Ủy ban chứng khoán. Tuy nhiên, Ủy ban chứng khoán của Mỹ đã nổi lồng yêu cầu công khai thông tin đối với đợt phát hành chứng khoán riêng lẻ nhất định (Điều 144A), với hy vọng sẽ làm tăng thêm sự hấp dẫn của trái phiếu trong nước và thị trường chứng khoán của Mỹ (phần sau sẽ trình bày cụ thể hơn).

**Được hưởng sự ưu đãi về thuế:** Trái phiếu Châu Âu được miễn thuế và rất linh hoạt. Lãi của trái phiếu Châu Âu thường không thuộc diện chịu thuế thu nhập. Trước tháng 7/1984 do luật thuế thu nhập của Mỹ mà các nhà đầu tư nước ngoài không nhận được 30% phần tiền lãi của mình từ các công ty cổ phần của Mỹ. Thuế suất được tính dựa trên cơ sở nước mà người nước ngoài hiện đang cư trú là nước nào và hiệp định song phương về thuế giữa các quốc gia đó và Mỹ qui định ra sao. Các công ty cổ phần của Mỹ muốn phát hành trái phiếu Châu Âu phải phát hành thông qua các chi nhánh của các công ty tài chính ở nước ngoài, điển hình là Netherland Anitilles, để tránh luật thuế về lợi tức cho những người nước ngoài nắm giữ các trái phiếu do Mỹ phát hành. Lần đầu tiên các công ty Mỹ cảm thấy khả quan khi chào bán trái phiếu Châu Âu trực tiếp cho người nước ngoài. Việc huỷ bỏ luật thuế này của Mỹ buộc các chính phủ các nước như Pháp, Đức và Nhật phải tiến

hành tự do hóa luật thuế của họ để tránh việc các nguồn vốn bị chuyển từ các thị trường của họ ra nước ngoài.

### **1.2.2. Thị trường trái phiếu Châu Á (thị trường trái phiếu con Rồng)**

Thị trường trái phiếu con rồng là thị trường mới nổi lên ở Châu Á các trái phiếu con rồng được chào bán ở một số thị trường ở Châu Á và thường được niêm yết ở các SGDCK Hồng Kông, Singapore, Đài Bắc; nếu đủ tiêu chuẩn thì có thể được niêm yết ở Luân Đôn, Lúcxembua. Thị trường trái phiếu con rồng chủ yếu nhắm vào các nhà đầu tư Châu Á - Thái Bình Dương.

Thị trường trái phiếu con rồng sử dụng hai loại đồng tiền phát hành là đồng USD và Yên Nhật; thời hạn trái phiếu bao gồm các loại 5 năm, 7 năm và 10 năm, song loại trái phiếu có kỳ hạn ngắn thường được các nhà phát hành lựa chọn.

Các nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu con rồng thường yêu cầu các nhà phát hành cần phải có hệ số tín nhiệm của các công ty xác định hệ số tín nhiệm là Moody's hoặc công ty S&P. Việc thanh toán trái phiếu trên thị trường trái phiếu con rồng cũng được thực hiện thông qua Euroclear hoặc DEDEL; tuy nhiên hiện nay nó cũng đang nghiên cứu để có được hệ thống thanh toán bù trừ Châu Á giống như hệ thống thanh toán bù trừ của Châu Âu.

### **1.2.3. Thị trường trái phiếu Mỹ**

Thị trường trái phiếu Mỹ là một trong những thị trường rộng lớn, rất đa dạng và phong phú, các trái phiếu phát hành vào thị trường Mỹ phải sử dụng Đô la Mỹ làm đồng tiền phát hành. Ở Mỹ cũng có hai loại thị trường phát hành là thị trường chào bán công khai và thị trường phát hành riêng lẻ.

- Thị trường chào bán công khai hay còn gọi là thị trái phiếu Yankee: là một trong những thị trường trái phiếu nội địa của Mỹ có qui mô phát hành lớn nhất; cung cấp nguồn vốn dài hạn đối với các nhà phát hành ngoài nước Mỹ. Thời hạn trái phiếu Yankee trong khoảng từ 1 đến 30 năm. Việc xác định hệ số tín nhiệm thường do hai công ty Mood's và S&P đảm nhận. Khi phát hành, nhà phát hành phải đăng ký với Ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán của Mỹ (SEC) và việc thanh toán được thực hiện thông qua công ty tín thác ký gửi chứng khoán. Thị trường trái phiếu Yankee đòi hỏi nhà phát hành phải đăng ký với SEC; thời gian đăng ký thường kéo dài và rất phức tạp, ngoài ra còn phải mất thời gian và chi phí cho việc đáp ứng các yêu cầu về kế toán và lập các văn bản.

- Thị trường phát hành riêng lẻ: ở Mỹ có hai loại thị trường phát hành riêng lẻ bao gồm thị trường quy chế 144A và thị trường đầu tư tư nhân...

+ Thị trường quy chế 144A: Vào tháng tư năm 1990, Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC) đã phê chuẩn Quy chế 144A. Quy chế này cho phép giới hạn một số tổ chức được phép giao dịch loại chứng khoán được phát hành riêng lẻ mà không cần giới hạn thời gian nắm giữ và cũng không cần phải đăng ký với SEC. Đồng thời, SEC đã thay đổi quy định cho phép những nhà phát hành nước ngoài đặt quan hệ buôn bán với thị trường phát hành riêng lẻ Mỹ thông qua quy chế 144A của SEC và cũng không cần phải đăng ký tại SEC.

Quy chế về phát hành chứng khoán 144A của SEC đã thu hút được các nhà phát hành nước ngoài đối với cả hai loại chứng khoán vốn và chứng khoán nợ. Atlas Copeo - công ty kỹ thuật đa quốc gia của Thụy Điển, là công ty nước ngoài đầu tiên nắm bắt

được lợi thế quy chế 144A của SEC. Lợi thế ấy đã làm tăng 49 triệu USD tại Mỹ nhờ việc phát hành chứng khoán vốn ADR một phần trong đợt phát hành 214 triệu USD cổ phiếu Châu Âu năm 1990. Từ đó trở đi, mỗi năm Mỹ đã tăng vài tỷ USD nhờ việc phát hành riêng lẻ cổ phiếu từ những nhà phát hành nước ngoài. Mặc dù, điều đó không làm xuất hiện những đợt phát hành tạo ra những ảnh hưởng tích cực tới tính thanh khoản hay giá cả cổ phiếu.

Khi phát hành trên thị trường này, nhà phát hành không phải đăng ký với SEC, nó thường được bán trực tiếp cho một số nhà đầu tư thuộc tổ chức Qualified Institutional Buyer (QIBs), các nhà đầu tư trong tổ chức này là những nhà đầu tư lớn về chứng khoán, họ quản lý các danh mục đầu tư trên 100 triệu USD. Đồng thời khi phát hành, nhà phát hành trên thị trường quy chế 144A thường được nhà quản lý chính bảo lãnh hoàn toàn. Tiến độ phát hành trên thị trường này nhanh, chi phí thấp do việc định giá trái phiếu thường tiếp cận với giá chứng khoán phát hành trên thị trường, song khả năng thanh toán và tính công khai của trái phiếu thấp hơn thị trường Yankee và phạm vi các nhà đầu tư tham gia bị hạn chế.

+ *Thị trường đầu tư tư nhân:* Cũng là một thị trường chào bán không công khai của Mỹ, các trái phiếu phát hành trên thị trường này cũng không phải đăng ký với SEC và nó được bán trực tiếp cho một số nhà đầu nhất định thông qua đại lý. Các nhà phát hành có thể phát hành ở bất kỳ mức độ nào trên thị trường này, với bất kỳ thời hạn nào. Đồng thời nhà phát hành có thể không cần phải xác định hệ số tín nhiệm, và có thể trả nợ dần. Tuy nhiên, chi phí vay nợ trên thị trường này thường cao hơn thị trường Yankee.

#### 1.2.4. Thị trường trái phiếu Nhật Bản

Thị trường trái phiếu Nhật Bản cho phép những người đi vay được phép phát hành trái phiếu vào thị trường vốn Nhật bằng đồng Yên; tuy nhiên gần đây khi thanh toán, các trái phiếu có thể được thanh toán bằng loại ngoại tệ khác như Đôla Australia... Ở Nhật Bản có hai thị trường bao gồm:

- *Thị trường Samurai*: Là thị trường chào bán trái phiếu công khai, các nhà phát hành muốn tham gia vào thị trường này phải có điều kiện tiên quyết là đã được xác định hệ số tín nhiệm và phải đạt hệ số tín nhiệm từ B.B.B trở lên; song gần đây ở thị trường này đã có sự nới lỏng, các trái phiếu có hệ số tín nhiệm dưới mức B.B.B cũng được xem xét để phát hành. Đối với các công ty, tài sản ròng của công ty đó phải đạt từ 20 tỷ Yên trở lên mới được phép phát hành. Các trái phiếu Samurai chủ yếu được các nghiệp đoàn và các công ty chứng khoán của Nhật bảo lãnh. Tuy nhiên, cũng có không quá 5% trái phiếu của một đợt phát hành được sự bảo lãnh của các công ty chứng khoán nước ngoài, song số chứng khoán đó phải được bán ở nước ngoài. Thời hạn phát hành là 5 năm, 7 năm, 10 năm và 12 năm. Các nhà đầu tư chính trên thị trường trái phiếu Samurai là các tổ chức tài chính của Nhật. Trên thị trường thứ cấp, phần lớn trái phiếu Samurai được giao dịch trên thị trường OTC.

- *Thị trường phát hành riêng lẻ - Shibosai*: Là thị trường cho phép nhà phát hành nước ngoài thực hiện phát hành trái phiếu tại Nhật, mà không phải công bố một số tài liệu theo Luật giao dịch chứng khoán. Ở thị trường này các trái phiếu được phát hành với số lượng hạn chế; Số nhà đầu tư tham gia cũng bị hạn chế (ít hơn 50 nhà đầu tư chuyên nghiệp đạt tiêu chuẩn). Các nhà đầu tư phải được xác định hệ số tín nhiệm hoặc có kinh nghiệm về

việc tài trợ vốn trong các thị trường vốn chính trong vòng 5 năm vừa qua.

## **II. PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ**

### **2.1. Những người tham dự vào quá trình phát hành trái phiếu**

#### ***2.1.1. Nhà phát hành***

Nhà phát hành trái phiếu quốc tế là những người huy động vốn trên các thị trường vốn quốc tế. Nhà phát hành trái phiếu quốc tế có thể là Chính phủ (bao gồm cả chính quyền địa phương), các tổ chức kinh tế của một nước và các tổ chức tài chính quốc tế.

#### ***2.1.2. Nhà quản lý chính và những nhà đồng quản lý, nhà bảo lãnh***

Nhà quản lý là các công ty chứng khoán hoặc các ngân hàng đầu tư quốc tế nhận mua toàn bộ số trái phiếu của nhà phát hành theo Hợp đồng giao vốn. Trong số các nhà quản lý, một nhà quản lý được chọn làm Nhà quản lý chính. Nhà quản lý chính (đồng thời là nhà bảo lãnh chính) thực hiện các nhiệm vụ chủ yếu sau:

- Tư vấn và đàm phán với nhà phát hành về dự thảo thủ tục phát hành, về các vấn đề thời hạn, lãi suất trái phiếu, giá phát hành, thị trường phát hành, mức phát hành; lựa chọn cố vấn pháp lý, ngân hàng đại lý thanh toán...
- Tư vấn về vấn đề xác định hệ số tín nhiệm của nhà phát hành.
- Cùng với nhà phát hành và cố vấn pháp lý chuẩn bị những văn bản cần thiết, mang tính pháp lý như: Thông cáo phát hành,

thoả ước vốn mua trái phiếu của các nhà bảo lãnh, hợp đồng với đại lý thanh toán...

- Quản lý phát hành trái phiếu, thành lập và lựa chọn thành viên tham gia hiệp hội bảo lãnh, phân chia phần bảo lãnh cho mỗi thành viên hiệp hội, trong đó phần bảo lãnh của nhà bảo lãnh chính thường chiếm khoảng 50% tổng mức trái phiếu dự kiến phát hành.

#### **2.1.3. Các nhà đầu tư**

Nhà đầu tư là những người bỏ tiền mua các trái phiếu quốc tế được chào bán trên các thị trường trái phiếu quốc tế. Các nhà đầu tư được chia làm hai loại bao gồm: Thứ nhất là các nhà đầu tư chuyên nghiệp như các hiệp hội, các quỹ BHXH, các công ty đầu tư... Thứ hai là các nhà đầu tư cá nhân.

#### **2.1.4. Cố vấn pháp lý cho nhà phát hành**

Cố vấn pháp lý là những luật sư có nhiệm vụ tư vấn cho nhà phát hành nhằm đáp ứng các yêu cầu về phát hành trái phiếu quốc tế cả ở trong nước và trên thị trường phát hành. Họ có trách nhiệm soạn thảo các văn bản hợp đồng kiểm tra, giám sát việc chấp hành luật pháp, kiến nghị xử lý vi phạm hợp đồng để đảm bảo quyền lợi của nhà phát hành cũng như các nhà đầu tư quốc tế. Do vậy, có hai loại cố vấn pháp lý cho nhà phát hành là cố vấn pháp lý trong nước và cố vấn pháp lý nước ngoài. Trường hợp phát hành trái phiếu Chính phủ không cần cố vấn pháp lý trong nước, song cần có cố vấn nước ngoài để đảm bảo việc phát hành phù hợp thông lệ quốc tế và luật pháp tại nơi phát hành.

- Cố vấn pháp lý trong nước có trách nhiệm trong một số vấn đề sau:

*Thứ nhất*, đảm bảo tư cách đầy đủ của nhà phát hành căn cứ theo Hiến pháp hoặc các luật lệ khác có liên quan của nước sở tại.

*Thứ hai*, đảm bảo tính cách pháp lý của những hợp đồng khác nhau theo luật pháp của nước sở tại.

*Thứ ba*, cam kết của nhà phát hành đối với các trái phiếu.

*Thứ tư*, tính xác thực của mọi tuyên bố liên quan đến hệ thống pháp luật của nước sở tại thể hiện trong văn kiện chào bán.

- Cố vấn pháp lý nước ngoài chủ yếu chịu trách nhiệm chuẩn bị văn kiện chào bán, họ cũng có trách nhiệm chuẩn bị và thoả thuận các hợp đồng bảo lãnh căn cứ theo yêu cầu pháp lý của nơi phát hành.

#### **2.1.5. Đại lý niêm yết**

Khi thực hiện chào bán công khai, người phát hành phải thực hiện thủ tục niêm yết tại một Sở giao dịch chứng khoán nhất định. Chức năng của đại lý niêm yết là liên lạc với sở GDCK nhằm đảm bảo việc niêm yết trái phiếu cho đợt phát hành. Đại lý niêm yết được chọn làm đại lý cho việc phát hành để thực hiện chức năng nói trên. Tuy nhiên, trên thực tế người quản lý chính thay mặt cho nhà phát hành chịu trách nhiệm về vấn đề đại lý niêm yết.

#### **2.1.6. Đại lý tài chính và thanh toán**

Đại lý thanh toán là những ngân hàng lớn trên thế giới có tín nhiệm, được chỉ định thay nhà phát hành làm chức năng thanh toán tiền lãi và gốc trái phiếu cho người sở hữu trái phiếu khi đến hạn thanh toán; thanh toán các khoản chi phí liên quan đến việc phát hành... Các nghĩa vụ và quyền lợi đại lý tài chính và

thanh toán được quy định cụ thể trong hợp đồng Đại lý tài chính và thanh toán được ký kết giữa nhà phát hành và Đại lý tài chính và thanh toán.

## 2.2. Nội dung chủ yếu các giai đoạn của quá trình phát hành

### 2.2.1. Giai đoạn chuẩn bị

Đây là giai đoạn hết sức quan trọng để đảm bảo cho sự thành công của đợt phát hành. Trong giai đoạn này cần thực hiện các công việc với nội dung chủ yếu sau:

- *Xác định hệ số tín nhiệm*: Như đã nêu, theo thông lệ quốc tế thì khi phát hành trái phiếu quốc tế, nhà phát hành cần phải xác định hệ số tín nhiệm. Tuy nhiên, trong một số trường hợp có thể không phải xác định hệ số tín nhiệm. Việc xác định hệ số tín nhiệm thường do các công ty chuyên nghiệp có uy tín trên thế giới đảm nhận như: Moodys Investor Service, Inc (Mỹ); Standard and Poor's Corporation (S&P - Mỹ); Duff and Phelps, Inc (Mỹ); Fitch Investors Services, Inc (Mỹ); Japan Bond Research Institute (JBRI - Nhật); Japan Credit Rating Agency (JCRA - Nhật); Nippon Investor Services (NIS - Nhật); Mikum & Co (Nhật).

- *Lựa chọn nhà quản lý chính*: Nhà quản lý chính là người rất quan trọng trong tiến trình phát hành trái phiếu quốc tế, quyết định sự thành bại của đợt phát hành. Bởi vì họ vừa là người bảo lãnh (chiếm tỷ trọng lớn nhất) vừa tư vấn và cùng với nhà phát hành chuẩn bị nhiều vấn đề rất quan trọng liên quan đến việc phát hành như: Xác định hệ số tín nhiệm, lựa chọn thị trường, loại trái phiếu lãi suất... Do vậy, khi chọn nhà quản lý chính cần hết sức cẩn trọng, phải lựa chọn các công ty có khả năng vốn lớn, có uy tín trên thị trường vốn quốc tế, có khả năng bán trái

phiếu cao... Đặc biệt đối với những nước lần đầu phát hành trái phiếu quốc tế, hệ số tín nhiệm thấp, việc lựa chọn các nhà quản lý chính càng quan trọng. Nhà phát hành có thể lựa chọn một hoặc một số công ty làm đồng quản chính để đảm bảo thành công cao nhất. Những vấn đề quan trọng mà nhà phát hành với sự tư vấn của nhà quản lý chính cần xác định là:

+ Chọn thị trường phát hành: Khi lựa chọn thị trường phát hành phải căn cứ vào phạm vi, qui mô, đối tượng tham gia, các luật lệ và qui định của thị trường, đảm bảo phù hợp với yêu cầu, lợi ích và khả năng của người phát hành.

+ Loại ngoại tệ cần thu hút khi phát hành: Vấn đề này liên quan đến nhiều yếu tố bao gồm: Thị trường phát hành (khi phát hành trên thị trường Mỹ phải sử dụng đồng Đôla Mỹ, thị trường Nhật là Yên Nhật...), mức độ linh hoạt của ngoại tệ, sự ổn định giá trị tiền tệ, nhu cầu và khả năng sử dụng ngoại tệ của người phát hành, thói quen và sự ưa thích của các nhà đầu tư; đồng thời loại ngoại tệ sẽ là một căn cứ để xác định lãi suất.

+ Mức phát hành: Là tổng khối lượng giá trị danh nghĩa trái phiếu dự kiến phát hành. Mức này được xác định căn cứ vào nhu cầu vốn đầu tư, khả năng huy động của người phát hành, thời hạn trái phiếu và các điều kiện thị trường. Nếu mức phát hành quá lớn, chi phí phát hành trên một trái phiếu nhỏ nhưng khả năng huy động đủ số vốn dự kiến là khó khăn và một khi phát hành mà không huy động được đủ số vốn dự kiến sẽ làm giảm uy tín của người phát hành. Ngược lại, nếu mức phát hành nhỏ, việc huy động vốn dễ dàng hơn nhưng chi phí phát hành trên một trái phiếu sẽ lớn. Để đảm bảo phát hành thành công, với chi phí hợp lý, trước mỗi đợt phát hành cần thăm dò thị trường, tiếp cận với các nhà đầu tư để tìm hiểu nhu cầu mua trái phiếu. Mức phát

hành tối ưu cho mỗi đợt nên nhỏ hơn tổng mức cầu của các nhà đầu tư nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho việc bán trái phiếu, lãi suất và chi phí phát hành có thể được giảm xuống.

+ Thời hạn trái phiếu. Trái phiếu quốc tế có nhiều thời hạn khác nhau từ 1- 30 năm hoặc dài hơn tuỳ từng thị trường và sự lựa chọn của nhà phát hành. Thời hạn của trái phiếu càng dài thì càng có khả năng chủ động sử dụng vốn, song mức độ rủi ro của trái phiếu lớn và do đó lãi suất cao, nên khả năng huy động khó khăn hơn. Ngược lại, thời gian ngắn thì khả năng chủ động sử dụng sẽ giảm, rủi ro và lãi suất cũng giảm, nhưng khả năng phát hành thành công sẽ tăng.

+ Lãi suất trái phiếu: Lãi suất được tính theo tỷ lệ %/năm, được xác định căn cứ vào lãi suất của thị trường vốn quốc tế, độ rủi ro của trái phiếu, đồng thời phải căn cứ vào loại tiền tệ phát hành.

+ Thời điểm phát hành: Việc lựa chọn thời điểm phát hành có ý nghĩa hết sức quan trọng đối với kết quả huy động vốn. Đối với những trái phiếu có hệ số tín nhiệm thấp thì nên tránh những thời điểm có biến động lớn trên thị trường. Nếu phát hành trái phiếu vào thời điểm mà các nước cũng có khối lượng lớn trái phiếu lớn bán ra thì trái phiếu quốc tế sẽ gặp khó khăn trong việc phát hành và có thể bị ép giá, chi phí có thể cao và không đảm khả năng chắc chắn thành công.

- Tiếp cận thị trường và duy trì thị trường: Là một biện pháp cần thiết để thực hiện thành công chiến lược huy động vốn nước ngoài. Đại diện của nhà phát sẽ có các buổi gặp gỡ, tiếp xúc với các nhà đầu tư quốc tế để giới thiệu về tình hình của nhà phát hành và đợt phát hành trái phiếu nhằm tạo ra sự tin tưởng, của các nhà đầu tư với nhà phát hành. Mặt khác, thông qua quá trình

này, nhà phát hành sẽ nắm chắc nhu cầu của thị trường, khả năng mua trái phiếu của các loại nhà đầu tư; từ đó có thể xác định chính xác và phù hợp về hình thức, thời hạn, lãi suất trái phiếu, mức phát hành, phương thức phát hành và thanh toán... để chuẩn bị và hoàn thiện phương án phát hành trái phiếu, đồng thời cũng xác định được các nhà đầu tư lớn và quan trọng trong việc mời họ tham gia mua trái phiếu.

- *Chuẩn bị kế hoạch quản lý và sử dụng vốn:* Vốn thu được qua phát hành trái phiếu quốc tế là một dạng vốn vay nước ngoài, do đó cần phải quản lý và sử dụng vốn có hiệu quả nhằm đảm bảo thanh toán đầy đủ và đúng hạn cho các nhà đầu tư, có như vậy mới có đảm bảo uy tín trước các nhà đầu tư và mới có thể tiếp tục phát hành tốt trong những lần sau. Do vậy, cần phải có kế hoạch sử dụng vốn, tính toán hiệu quả sử dụng vốn. Vốn vay qua phát hành trái phiếu quốc tế nên được đầu tư cho các công trình sản xuất để đảm bảo việc thanh toán gốc và lãi, giữ uy tín trên thị trường quốc tế.

- *Ký kết các hợp đồng:* Trong giai đoạn chuẩn bị, rất nhiều hợp đồng được ký kết giữa nhà phát hành với các đối tác liên quan, giữa các nhà bảo lãnh trong tập đoàn bảo lãnh, đồng thời nhà phát hành phải nộp đơn xin niêm yết lên SDGCK và phải được họ chấp thuận cho phép niêm yết. Các văn bản quan trọng mà nhà phát hành phải hoàn thành trong giai đoạn chuẩn bị bao gồm:

+ *Thông báo chào bán (Offering Circular):* Là thông báo chính thức về đợt phát hành trái phiếu, trong đó bao gồm một số thông tin như ngày phát hành, mức phát hành, giá phát hành, lãi suất, loại trái phiếu... đi kèm với thông báo chào bán là bản cáo bạch (Prospectus) đây là tài liệu quan trọng đối với các nhà đầu

tư. Bản cáo bạch trình bày rất chi tiết về tình hình thực tế của nhà phát hành trong những năm gần đây, qua đó các nhà đầu tư có thể thấy được khả năng thanh toán của nhà phát hành.

+ Thoả thuận đặt mua: Là hợp đồng giữa nhà phát hành với hiệp đội bảo lãnh về việc bảo lãnh số trái phiếu dự định bán ra. Đây cũng là văn bản cam kết mua trái phiếu của các nhà bảo lãnh để bán lại cho các nhà đầu tư. Các nhà bảo lãnh sẽ được hưởng khoản phí hoa hồng trên giá trị trái phiếu bán ra.

+ Thoả thuận giữa các nhà bảo lãnh: Đây là văn bản thỏa thuận về tỷ lệ bảo lãnh của mỗi đợt phát hành trong hiệp hội bảo lãnh, mỗi nhà bảo lãnh trong hiệp hội sẽ nhận bảo lãnh phát hành một số lượng trái phiếu nhất định. Bản thỏa thuận này, nhà phát hành không có liên quan trực tiếp, song cần biết để thuận tiện cho việc chuyển giao trái phiếu và thanh toán các khoản chi phí.

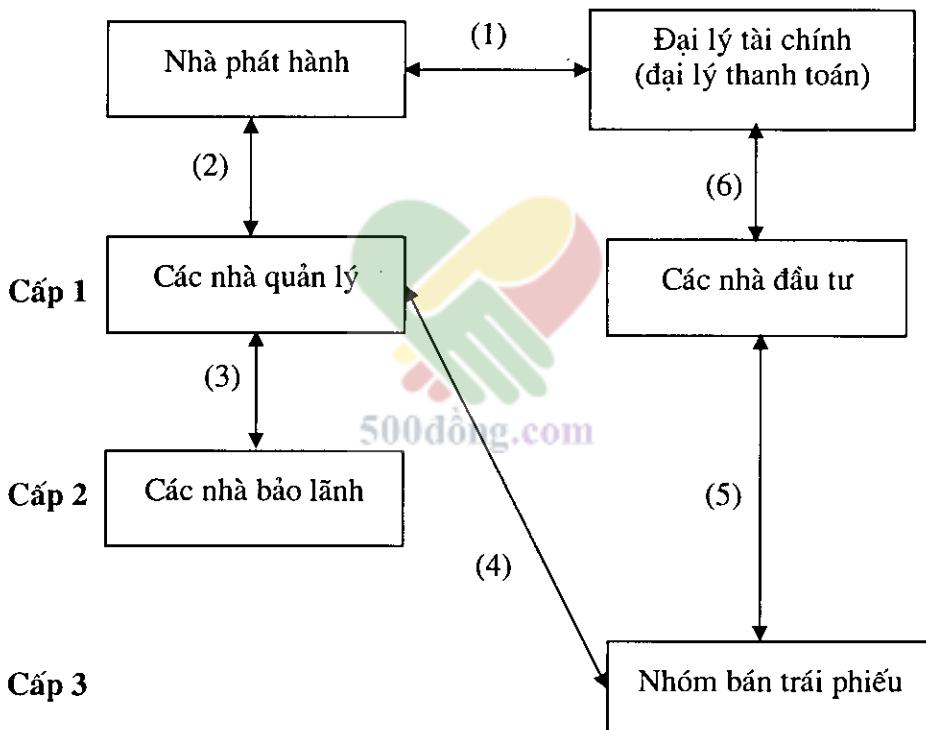
+ Thoả thuận đại lý tài chính và thanh toán: Đây là bản hợp đồng quy định việc thanh toán lãi, gốc và các chi phí có liên quan đến phát hành. Các dịch vụ thanh toán này được trao cho ngân hàng đại lý của nhà phát hành trên cơ sở một hợp đồng giữa nhà phát hành với Đại lý tài chính và thanh toán.

### ***2.2.2. Giai đoạn phát hành và kết thúc phát hành***

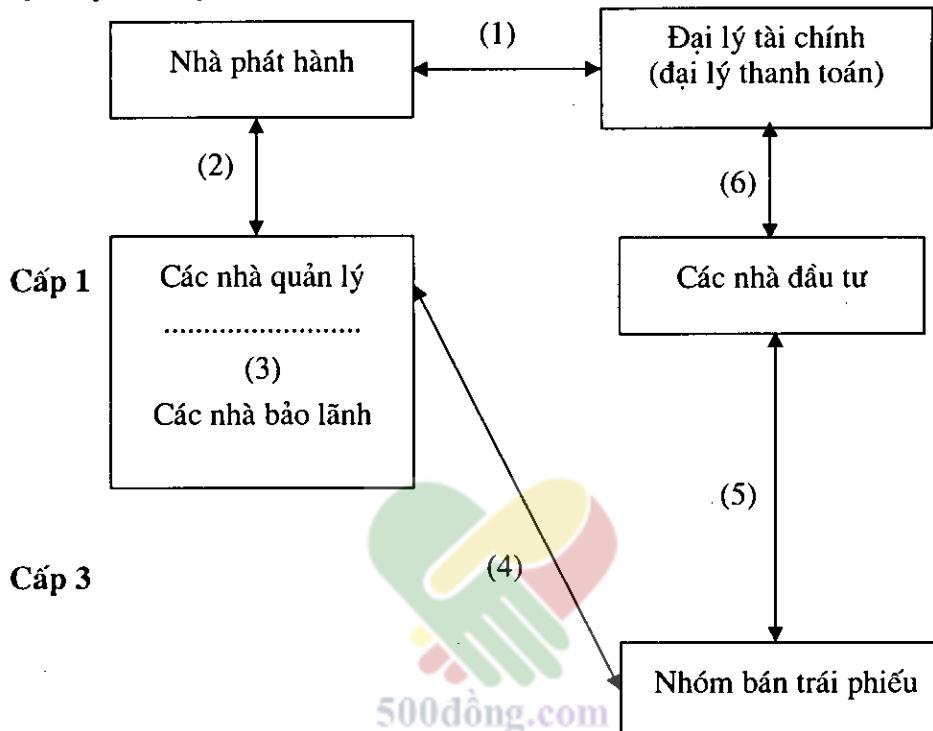
Sau khi kết thúc giai đoạn chuẩn bị phát hành, Thông báo chào bán và bản cáo bạch đã phải được gửi cho các bên có liên quan, các hợp đồng cũng phải được hoàn tất. Đến ngày phát hành trái phiếu như đã ghi trong thông báo chào bán, các trái phiếu sẽ được giao cho các nhà bảo lãnh để họ thực hiện việc bán trái phiếu cho các nhà đầu tư trên thị trường. Toàn bộ số thu từ phát hành sẽ được tập trung vào Đại lý tài chính và thanh toán của nhà phát hành, để thanh toán các khoản chi phí phát hành có liên quan như

chi phí in ấn, chi phí hoa hồng, đại lý thanh toán, chi phí niêm yết... Và thanh toán tiền bán trái phiếu cho nhà phát hành. Trên thế giới hiện nay có một số hình thức phát hành chủ yếu như sau:

**Phương pháp Anh quốc / Châu Âu (phương pháp hệ thống ba cấp).**



**Phương pháp phát hành của các ngân hàng đầu tư Mỹ (hệ thống hai cấp).**



(1). Nhà phát hành ký kết hợp đồng "Thoả thuận đại lý thanh toán" với đại lý thanh toán hay đại lý tài chính để thực hiện nghiệp vụ thanh toán trái phiếu.

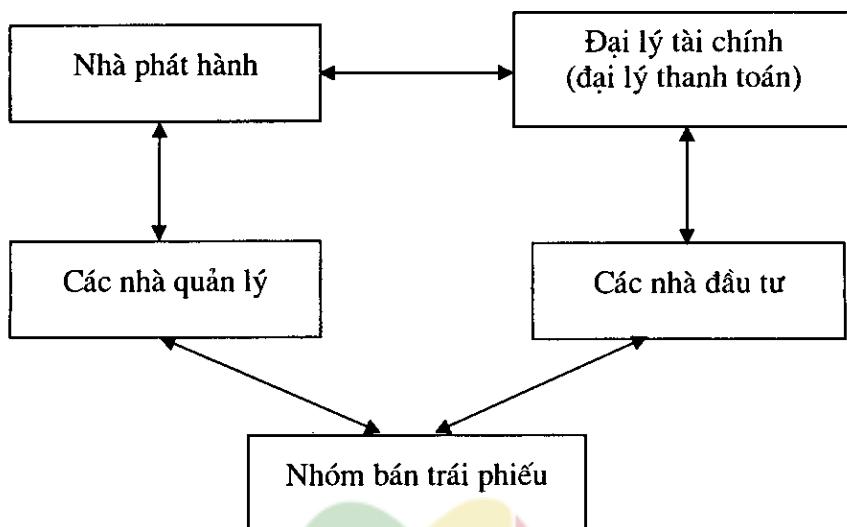
(2). Nhà phát hành ký kết văn bản về việc bổ nhiệm Nhà quản lý chính và các văn bản liên quan đến việc bảo lãnh phát hành trái phiếu.

(3). Hợp đồng thỏa thuận giữa các bên bảo lãnh về mức độ bảo lãnh toàn bộ đợt phát hành trái phiếu.

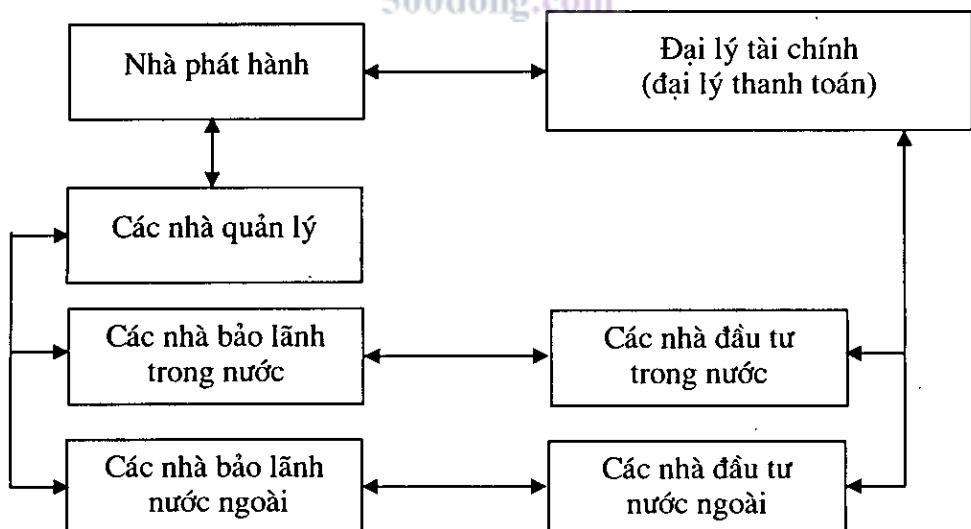
(4), (5). Trái phiếu được bán lại cho các nhóm bán trái phiếu để cho các nhà đầu tư.

(6) Thanh toán trái phiếu (thanh toán gốc và lãi cho các nhà đầu tư).

### Phương pháp phát hành riêng lẻ



### Phương pháp phát hành trái phiếu Samurai



### 2.2.3. *Thanh toán tiền gốc và lãi cho nhà đầu tư*

Tiền gốc của trái phiếu sẽ được thanh toán một lần vào ngày đáo hạn cho những người sở hữu trái phiếu theo mệnh giá trái phiếu.

Đối với tiền lãi trái phiếu: Tiền lãi trái phiếu có thể được thanh toán một lần ngay từ khi phát hành thông qua hình thức phát hành trái phiếu chiết khấu. Song thông thường, tiền lãi trái phiếu được thanh toán định kỳ 6 tháng hoặc 1 năm, lần thanh toán tiền lãi cuối cùng thường kèm với việc thanh toán gốc của trái phiếu.

## III. NHỮNG ƯU THẾ VÀ HẠN CHẾ CỦA HÌNH THỨC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ

Phát hành trái phiếu quốc tế là một hình thức vay vốn đầu tư nước ngoài, do vậy khi xem xét những ưu thế và hạn chế của hình thức này cần so sánh nó với hình thức vay vốn nước ngoài khác là vay thương mại (vay các ngân hàng nước ngoài). Cũng giống như bất kỳ loại trái phiếu nào khác, các trái phiếu quốc tế có tính thanh khoản cao, được mua bán dễ dàng trên các thị trường trái phiếu quốc tế, do đó, cho dù là các khoản đầu tư dài hạn, các nhà đầu tư vẫn có thể rút vốn bất kỳ lúc nào, họ dễ dàng thay đổi danh mục đầu tư có lợi nhất cho mình. Trên cơ sở đó, hình thức phát hành trái phiếu quốc tế có một số ưu thế và hạn chế sau so với vay thương mại:

### 3.1. Những ưu thế của hình thức phát hành trái phiếu quốc tế

- Cho phép huy động được một khối lượng vốn lớn bằng ngoại tệ theo mong đợi của nhà phát hành để thực hiện mục tiêu đầu tư đã đề ra.

- Khi phát hành trái phiếu quốc tế, nhà phát hành được tiếp xúc trực tiếp với các nhà đầu tư khiến cho các nhà đầu tư hiểu biết về mình hơn. Trên cơ sở này, nhà phát hành có thể nâng cao uy tín của mình trên thị trường vốn quốc tế, từ đó có thể mở rộng các hình thức thu hút vốn đầu tư nước ngoài khác như đầu tư trực tiếp nước ngoài, vay thương mại, viện trợ...

- Độc lập, chủ động trong việc sử dụng vốn vay: Toàn bộ số tiền thu được qua bán trái phiếu được chuyển lại cho phát hành sử dụng theo các mục của nhà phát hành. Nhà phát hành có toàn quyền trong việc sử dụng vốn, nhiệm vụ quan trọng đối với họ là đảm bảo sử dụng vốn có hiệu quả cao nhất, thanh toán cả gốc, lãi đủ, đúng hạn cho các nhà đầu tư. Có như vậy mới đảm bảo được uy tín của mình cho những lần phát hành tiếp sau và cho tất cả các hình thức huy động vốn khác.

- Chi phí vay nợ thấp: Chi phí phát hành trái phiếu quốc tế lần đầu tiên có thể cao hơn so với vay thương mại do phải chuẩn bị nhiều tài liệu, các nhà đầu tư chưa hiểu biết đầy đủ về người đi vay v.v.v. Song về lâu dài, chi phí phát hành trái phiếu quốc tế sẽ thấp hơn vay thương mại do giảm được các khoản chi phí về quảng cáo, tiếp thị, các văn bản và đồng thời khi hệ số tín nhiệm của nhà phát hành càng cao thì càng có điều kiện hạ thấp lãi suất vay nợ. Phát hành trái phiếu quốc tế cũng giúp cho nhà phát hành bỏ qua

được khâu trung gian trong vay vốn là ngân hàng thương mại, dẫn đến không phải trả lãi cho khoản tiền mà các ngân hàng phải dự trữ khi cho vay, do đó, lãi suất trái phiếu cũng có thể giảm xuống và tiến độ huy động vốn cũng được rút ngắn.

- Khả năng huy động vốn lớn, thời gian thanh toán dài. Điều này chủ yếu phụ thuộc vào nhà phát hành. Khả năng huy động vốn là bao nhiêu, thời hạn thanh toán dài hay ngắn phụ thuộc vào tình hình thực tế của nhà phát hành và được thể hiện ở hệ số tín nhiệm của nhà phát hành, và bản cáo bạch...

### **3.2. Những hạn chế của hình thức phát hành trái phiếu quốc tế**

- Phải tuân thủ theo các thông lệ quốc tế về trình tự, thủ tục phát hành, thanh toán trái phiếu. Những thủ tục này khá phức tạp đòi hỏi phải có sự chuẩn bị chu đáo về sở pháp lý, cơ sở kinh tế, các kỹ thuật nghiệp vụ, từ khâu tính toán xác định hệ số tín nhiệm, lựa chọn thị trường, loại tiền tệ, hình thức phù hợp lựa chọn người bảo lãnh, đại lý thanh toán, tư vấn pháp lý... Cũng như việc chào bán, duy trì thị trường; đồng thời trong trường hợp phát hành trái phiếu Chính phủ, nhà phát hành phải cung cấp nhiều thông tin quan trọng liên quan đến tình hình kinh tế, chính trị của đất nước.

- Có thể gặp rủi ro về tỷ giá hối đoái khi đến kỳ hạn thanh toán lợi tức và vốn gốc khi có sự biến động tỷ giá hối đoái theo chiều hướng bất lợi cho người phát hành.

- Việc thanh toán gốc và lãi trái phiếu khi đến hạn là bất khả kháng, không thể đàm phán để hoãn nợ hoặc giãn nợ như các

khoản vay thương mại. Nếu không trả được nợ (hoặc có khó khăn trong việc trả nợ) sẽ ảnh hưởng đến uy tín của người phát hành và sẽ khó khăn cho những đợt phát hành tiếp theo cũng như tìm kiếm các nguồn vay nợ khác từ nước ngoài.

- Khi sử dụng tiền vốn huỷ động kém hiệu quả làm tăng thêm gánh nặng nợ nần và rủi ro cho nhà phát hành.
- Việc phát hành lần đầu thường phải chịu chi phí tương đối cao.



## MỤC LỤC

*Trang*

<b>Lời nói đầu</b>	3
--------------------	---

<b>Chương 1</b>	5
-----------------	---

### TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I.	Khái niệm và chức năng của thị trường chứng khoán	5
1.1.	Sự hình thành thị trường chứng khoán	5
1.2.	Khái niệm về thị trường chứng khoán	9
1.3.	Chức năng của thị trường chứng khoán	11
II.	Cơ cấu, mục tiêu và các nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán	14
2.1.	Cơ cấu của thị trường chứng khoán	14
2.2.	Mục tiêu quản lý và điều hành thị trường chứng khoán	16
2.3.	Các nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán	19
III.	Các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán	21
3.1.	Nhà phát hành	21
3.2.	Nhà đầu tư	22
3.3.	Các tổ chức kinh doanh trên thị trường chứng khoán	26

3.4. Các tổ chức có liên quan đến thị trường chứng khoán	35
IV. Cơ chế điều hành và giám sát thị trường chứng khoán	40
4.1. Sự cần thiết phải điều hành và giám sát thị trường chứng khoán	40
4.2. Cơ chế điều hành và giám sát thị trường chứng khoán	41
V. Xu hướng phát triển của các thị trường chứng khoán trên thế giới và những điều kiện cơ bản để phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam	45
5.1. Xu hướng phát triển của các thị trường chứng khoán	45
5.2. Những điều kiện cơ bản để phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam	47
<b>Chương 2</b>	51

## **CHỨNG KHOÁN**

I. Khái niệm và đặc trưng của chứng khoán	51
1.1. Khái niệm về chứng khoán	51
1.2. Đặc trưng của chứng khoán	52
II. Phân loại chứng khoán	54
2.1. Căn cứ vào chủ thể phát hành	54
2.2. Căn cứ vào tính chất huy động vốn	54
2.3. Căn cứ vào lợi tức của chứng khoán	56

2.4. Căn cứ theo hình thức chứng khoán	56
2.5. Căn cứ theo thị trường nơi chứng khoán được giao dịch	57
III. Một số loại chứng khoán cơ bản	57
3.1. Cổ phiếu	57
3.2. Trái phiếu	66
3.3. Chứng chỉ quỹ đầu tư	76
3.4. Chứng khoán phái sinh	77
<b><i>Chương 3</i></b>	<b>87</b>

### THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN SƠ CẤP

I. Đặc điểm của thị trường sơ cấp	87
II. Các chủ thể phát hành chứng khoán	88
2.1. Chính phủ	88
2.2. Doanh nghiệp	89
2.3. Quỹ đầu tư	92
III. Các phương thức phát hành chứng khoán và quản lý Nhà nước đối với việc phát hành chứng khoán	92
3.1. Các phương thức phát hành chứng khoán	92
3.2. Quản lý Nhà nước đối với phát hành chứng khoán	96
IV. Chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng	98
4.1. Điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng	98
4.2. Thủ tục chủ yếu chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng	100

- 4.3. Các phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng 105

*Chương 4* 115

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THỨ CẤP

I.	Đặc điểm và cơ cấu của thị trường chứng khoán thứ cấp	115
1.1.	Đặc điểm của thị trường thứ cấp	115
1.2.	Cấu trúc của thị trường thứ cấp	116
II.	Sở giao dịch chứng khoán	117
2.1.	Khái niệm và chức năng của Sở giao dịch chứng khoán	117
2.2.	Hình thức sở hữu và cơ cấu tổ chức Sở giao dịch chứng khoán	119
2.3.	Thành viên giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán	125
2.4.	Niêm yết chứng khoán	129
2.5.	Giao dịch chứng khoán ở Sở giao dịch chứng khoán	140
2.6.	Hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ	163
2.7.	Hệ thống công khai thông tin	170
III.	Thị trường chứng khoán phi tập trung	174
3.1.	Tổng quan về sự hình thành và phát triển thị trường chứng khoán phi tập trung (thị trường OTC)	174
3.2.	Đặc điểm của thị trường chứng khoán phi tập trung	175

3.3. Phương thức giao dịch trên thị trường chứng khoán phi tập trung	179
--	-----

*Chương 5*

187

**PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN**

**VÀ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN**

I. Lãi suất và các vấn đề liên quan đến lãi suất	187
1.1. Lãi đơn, lãi kép và giá trị tương lai	188
1.2. Kỳ hạn tính lãi và giá trị kép	193
1.3. Giá trị hiện tại	193
II. Phân tích trái phiếu	197
2.1. Ước định giá trái phiếu	197
2.2. Các đại lượng chủ yếu đo lường mức sinh lời của trái phiếu	198
2.3. Mối quan hệ giữa lãi suất thị trường, giá trái phiếu và các lãi suất của trái phiếu đang lưu hành	204
2.4. Các nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến giá trị thị trường của trái phiếu	205
III. Phân tích cổ phiếu	206
3.1. Tiếp cận các phương pháp chủ yếu phân tích cổ phiếu	206
3.2. Ước định giá cổ phiếu	211
3.3. Đánh giá hiệu quả đầu tư vào cổ phiếu	216
3.4. Những nhân tố chủ yếu ảnh hưởng tới giá cổ phiếu trên thị trường	219

IV.	Các chỉ số của thị trường chứng khoán	222
4.1.	Chỉ số giá	223
4.2.	Tổng giá trị thị trường và khối lượng, giá trị giao dịch	232
4.3.	Vòng quay vốn và vòng quay cổ phiếu	233
V.	Mục tiêu và các yếu tố chủ yếu ảnh hưởng đến quyết định đầu tư	233
5.1.	Mục tiêu đầu tư chứng khoán	233
5.2.	Những yếu tố chủ yếu ảnh hưởng đến quyết định đầu tư chứng khoán	237
5.3.	Đa dạng hóa đầu tư chứng khoán	243
VI.	Quỹ đầu tư chứng khoán	245
6.1.	Quỹ đầu tư và các chủ thể tham gia quỹ đầu tư	245
6.2.	Vai trò của quỹ đầu tư chứng khoán	248
6.3.	Phân loại quỹ đầu tư chứng khoán	253
	<i>Chương 6</i>	263

**THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ  
VÀ VIỆC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ**

I.	Trái phiếu quốc tế và thị trường trái phiếu quốc tế	263
1.1.	Trái phiếu quốc tế	263
1.2.	Thị trường trái phiếu quốc tế	266
II.	Phát hành trái phiếu trên thị trường trái phiếu quốc tế	273

2.1. Những người tham dự vào quá trình phát hành trái phiếu	273
2.2. Nội dung chủ yếu các giai đoạn của quá trình phát hành	276
III. Những ưu thế và hạn chế của hình thức phát hành trái phiếu quốc tế	284
3.1. Những ưu thế của hình thức phát hành trái phiếu quốc tế	285
3.2. Những hạn chế của hình thức phát hành trái phiếu	286

