

PGS.TS BÙI KIM YẾN - PGS. TS. NGUYỄN MINH KIỀU
GIẢNG VIÊN ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM VÀ
CHƯƠNG TRÌNH GIẢNG DẠY KINH TẾ FULBRIGHT

THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH - VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH

TRUSTBank
ĐẠI TÍN NGÂN HÀNG



NƠI CỦA NIỀM TIN VÀ THÀNH ĐẠT

NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH

PGS. TS. BÙI KIM YẾN
TS. NGUYỄN MINH KIỀU

Giảng viên Đại học Kinh Tế TP. HCM và
Chương trình giảng dạy Kinh tế Fulbright

**THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH
VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH
(LÝ THUYẾT & THỰC HÀNH
ỨNG DỤNG CHO THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM)**

NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH

THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH
VÀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH
(LÝ THUYẾT & THỰC HÀNH
ỨNG DỤNG CHO THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM)

**HOAN NGHÊN BẠN ĐỌC
GÓP Ý PHÊ BÌNH**

VỀ TÁC GIẢ

Tiến sĩ **Nguyễn Minh Kiều** nguyên là Trưởng Bộ môn Kinh doanh Tiền tệ của Khoa Ngân hàng thuộc Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh. Ông còn là giảng viên chính môn Phân tích Tài chính và đồng Giảng viên môn Tài chính Phát triển của Chương Trình Giảng Dạy Kinh Tế Fulbright – Chương trình liên kết giữa Harvard University và Đại học Kinh tế TP. HCM.

Tốt nghiệp Cử nhân Kinh tế chuyên ngành Ngân hàng năm 1986, ông được Đại học Kinh Tế giữ lại làm cán bộ giảng dạy của trường từ năm 1987. Năm 1995 ông trúng tuyển và tham gia vào Chương Trình Phát Triển Quản Lý Thụ Sĩ – AIT – Việt Nam (SAV) và được tuyển chọn sang học chương trình Thạc sĩ Quản Trị Kinh Doanh (MBA) tại Viện Công Nghệ Châu Á (AIT), Thái Lan. Năm 1997 sau khi nhận bằng MBA, ông về tiếp tục giảng dạy tại Đại học Kinh Tế đồng thời làm nghiên cứu và giảng dạy cho chương trình SAV. Năm 1998 ông nhận được học bổng của Chương trình SAV và được tuyển chọn vào học chương trình Tiến sĩ Quản Trị Kinh Doanh (DBA) tại Southern Cross University, Australia. Năm 2001 sau khi nhận bằng DBA ông trở về Việt Nam giảng dạy cho Đại học Kinh Tế và Chương trình Fulbright. Ngoài ra, ông còn giảng dạy Tài chính công ty, Quản trị Tài chính và Tài chính quốc tế cho các chương trình do đại học nước ngoài mở ở Việt Nam như CFVG, UBI, Curtin, Cao học Hà Lan, và tham gia giảng dạy và tư vấn cho các doanh nghiệp và ngân hàng thương mại Việt Nam.

PGS. TS. **Bùi Kim Yến** hiện là Trưởng Bộ môn Thị trường Chứng khoán, Khoa Ngân hàng – Đại học Kinh Tế TP.HCM.

NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH

LỜI NHÀ XUẤT BẢN

Gần đây, tình hình thị trường tài chính ở Việt Nam đã có những bước phát triển vượt bậc, nhất là kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO. Kể đến là, những biến động khôn lường, nhất là kể từ khi giá dầu và giá vàng không ngừng gia tăng khiến cho tình hình kinh tế Hoa Kỳ rơi vào suy thoái nghiêm trọng ảnh hưởng đến kinh tế toàn cầu. Thị trường chứng khoán Việt Nam sau vài năm phát triển và hoạt động sôi động, với Sở giao dịch chứng khoán ở TP.HCM và Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội cũng như số lượng các Công ty chứng khoán và công ty niêm yết trên thị trường gia tăng không ngừng, lại trải qua giai đoạn sụt giảm trầm trọng. Thị trường chứng khoán có khi xuống, có khi lên. Nhà đầu tư có khi lỗ, có khi lời. Sinh viên có khi mê, có khi chán. Thế nhưng kiến thức về thị trường chứng khoán thì muôn đời vẫn cần thiết và nhu cầu đọc về Thị trường chứng khoán vẫn mãi tồn tại.

Với kinh nghiệm giảng dạy về Thị trường tài chính lâu năm ở Trường Đại học Kinh Tế TP.HCM và là Trưởng Bộ Môn Thị Trường Chứng Khoán, PGS.TS. Bùi Kim Yến mong muốn chia sẻ cùng bạn đọc là đồng đảo sinh viên, nhân viên làm việc ở các công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, quỹ đầu tư và các nhà đầu tư về những kiến thức liên quan đến Thị trường Tài chính. Tiến sĩ Nguyễn Minh Kiều là tác giả của loạt sách giáo khoa và tham khảo về Tài chính và Ngân hàng đã nhận được sự chào đón và ủng hộ nhiệt tình của đồng đảo bạn đọc trong những năm gần đây. Trong khoảng thời gian từ năm 2005 đến nay ông đã có 7 tựa sách bao gồm Tiền Tệ – Ngân Hàng, Nghiệp Vụ Ngân Hàng, Nghiệp Vụ Ngân Hàng Hiện Đại, Bài Tập và Bài Giải Thanh Toán Quốc Tế, Bài Tập Và Bài Giải Nghiệp Vụ Ngân Hàng Thương Mại, Tài Chính Doanh Nghiệp, Thanh Toán Quốc Tế, Tín Dụng và Thẩm Định Tín Dụng được xuất bản và thường xuyên tái bản bán khắp cả nước, trong đó đối tượng bạn đọc tập trung nhiều nhất là sinh viên các trường đại học thuộc khối ngành kinh tế và nhân viên đang làm việc tại các doanh nghiệp,

công ty chứng khoán và ngân hàng thương mại. Nhiều bạn đọc đã bày tỏ sự quan tâm và ưa thích đặc biệt đối với tác giả Nguyễn Minh Kiều ở nội dung sách hấp dẫn và phong cách viết sách với văn phong đơn giản, mạch lạc, dễ đọc và dễ hiểu sử dụng xuyên suốt từ chương đầu đến chương cuối.

*Lần này, Nhà xuất bản Tài chính xin hân hạnh giới thiệu đến bạn đọc quyển sách **Thị Trường Tài Chính** với sự kết hợp của hai tác giả **Nguyễn Minh Kiều** và **Bùi Kim Yến**. Ở lần xuất bản này, nội dung sách được hai tác giả đầu tư với nhiều chương mới và nhiều ví dụ minh họa thực tiễn rất chi tiết cũng như cập nhật thông tin mới nhất sát thực với tình hình hoạt động của thị trường Việt Nam. Ngoài văn phong mạch lạc, dễ đọc và dễ hiểu vốn có của tác giả mà bạn đọc đã từng thích thú, lần này bạn đọc sẽ còn ngạc nhiên với những nội dung mới, bao quát toàn bộ hoạt động liên quan đến thị trường tài chính. Với nội dung gồm 17 chương bố cục thành 4 phần riêng biệt, quyển **Thị Trường Tài Chính** của hai tác giả Nguyễn Minh Kiều và Bùi Kim Yến có thể được xem như là cẩm nang không thể thiếu của những ai quan tâm đến học tập và nghiên cứu về thị trường tài chính.*

Một lần nữa, Nhà xuất bản Tài chính xin giới thiệu quyển **Thị Trường Tài Chính** của tác giả Nguyễn Minh Kiều và Bùi Kim Yến đến cùng bạn đọc, đặc biệt là các bạn sinh viên và nhân viên làm việc trong các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán và quỹ đầu tư.

NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH

NỘI DUNG

- /ê Tác giả
- òi Nhà xuất bản

Phần 1 : CĂN BẢN VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

- Chương 1 : KHÁI QUÁT VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH
- Chương 2 : CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH
- Chương 3 : CÔNG TY CỔ PHẦN
- Chương 4 : THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP
- Chương 5 : THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP : SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN
- Chương 6 : THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP : THỊ TRƯỜNG PHI TẬP TRUNG

Phần 2 : THỊ TRƯỜNG VỐN HAY THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

- Chương 7 : THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU
- Chương 8 : THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU
- Chương 9 : THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ

Phần 3 : THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ VÀ TT TÀI CHÍNH PHÁI SINH

- Chương 10 : THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ
- Chương 11 : THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI
- Chương 12 : THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH PHÁI SINH

Phần 4 : CÁC TỔ CHỨC VÀ HỆ THỐNG LIÊN QUAN ĐẾN THỊ TRƯỜNG

- Chương 13 : CÔNG TY CHỨNG KHOÁN
- Chương 14 : QUỸ ĐẦU TƯ VÀ CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ
- Chương 15 : TRUNG TÂM LƯU KÝ CK VÀ THANH TOÁN BÙ TRỪ
- Chương 16 : HỆ THỐNG THÔNG TIN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
- Chương 17 : HỆ THỐNG THANH TRA VÀ GIÁM SÁT THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

- Tài liệu tham khảo

PHẦN I

CĂN BẢN VỀ

THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Chương 1

KHÁI QUÁT VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

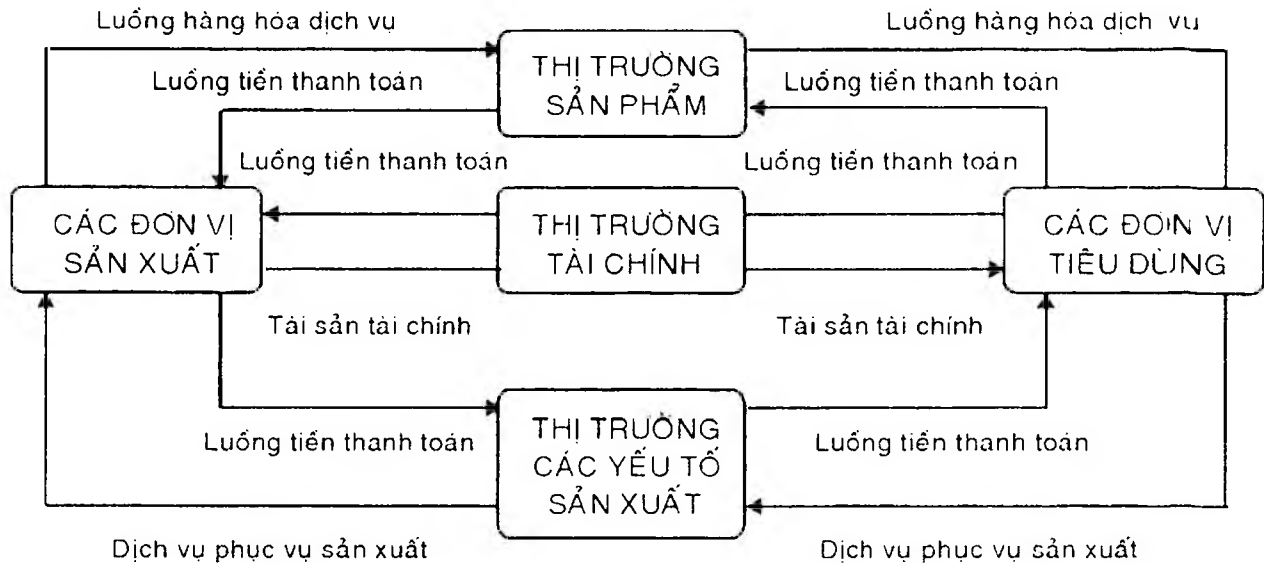
■ MỤC TIÊU

Chương này giới thiệu khái quát nhằm trang bị kiến thức cơ bản về thị trường tài chính, kể cả chứng khoán hay thị trường vốn và thị trường tiền tệ trên thế giới cũng như ở Việt Nam. Đọc xong chương này, bạn có thể :

- Hiểu biết có hệ thống về các loại thị trường trong nền kinh tế thị trường.
- Phân biệt được tài sản tài chính so với những loại tài sản khác.
- Hiểu qua khái niệm căn bản và phân biệt được các loại thị trường như thị trường vốn, thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối trước khi nghiên cứu chi tiết ở các chương sau.
- Hiểu rõ khái niệm và phân biệt được các loại hàng hóa được giao dịch trên thị trường tài chính.

1. CÁC LOẠI THỊ TRƯỜNG TRONG HỆ THỐNG KINH TẾ

Có nhiều loại thị trường hoạt động trong hệ thống kinh tế của một quốc gia cũng như hệ thống kinh tế thế giới, *nhưng nhìn chung* một hệ thống kinh tế gồm có ba loại thị trường cơ bản sau đây : (1) thị trường các yếu tố sản xuất, (2) thị trường sản phẩm, và (3) thị trường tài chính. Vị trí và mối quan hệ giữa các loại thị trường trong hệ thống kinh tế được mô tả bằng hình vẽ 1.1 dưới đây.



Hình 1.1 : Quan hệ giữa các loại thị trường trong hệ thống kinh tế.

Nhìn vào hình vẽ này, chúng ta có thể thấy được sự liên hệ giữa các đơn vị sản xuất và đơn vị tiêu dùng thông qua ba loại thị trường. Các đơn vị tiêu dùng cung cấp cho các đơn vị sản xuất sức lao động, kỹ năng quản lý, đất đai và tiền vốn thông qua thị trường các yếu tố sản xuất đồng thời nhận lại tiền tệ thu nhập từ các đơn vị sản xuất kinh doanh dưới hình thức tiền lương, tiền thuê và lợi tức. Các đơn vị sản xuất kinh doanh sử dụng các yếu tố sản xuất huy động được làm ra sản phẩm để cung cấp cho các đơn vị tiêu dùng thông qua thị trường sản phẩm hay thị trường hàng hóa, đồng thời nhận lại thu nhập tiền tệ từ các đơn vị tiêu dùng dưới hình thức tiền thu bán hàng.

Ngoài ra, hình vẽ trên đây cũng cho thấy vai trò trung gian của thị trường tài chính trong việc kết nối giữa các đơn vị sản xuất và đơn vị tiêu dùng. Trong mỗi liên hệ này, các đơn vị tiêu dùng đóng vai trò của nhà đầu tư (investors), còn các đơn vị sản xuất đóng vai trò người phát hành chứng khoán (issuers) để huy động vốn, hay nói theo ngôn ngữ thị trường, các đơn vị sản xuất đóng vai trò người bán còn các đơn vị tiêu dùng đóng vai trò người mua, và hàng hóa mua bán ở đây là các loại tài sản tài

chính (financial assets). Tài sản chính là tài sản vô hình (intangible assets) với những thuộc tính đặc thù của nó sẽ được xem xét trong phần tiếp theo.

2. TÀI SẢN TÀI CHÍNH

2.1. Khái niệm tài sản tài chính (Financial assets) :

Tài sản (assets) nói chung là bất cứ vật sở hữu nào mà có giá trị trong trao đổi. Tài sản gồm có hai loại : tài sản hữu hình (tangible assets) và tài sản vô hình (intangible assets). Tài sản hữu hình là những loại tài sản mà giá trị của nó tùy thuộc vào những thuộc tính tự nhiên của nó, ví dụ như nhà xưởng, đất đai, máy móc thiết bị, nguyên nhiên vật liệu... Tài sản vô hình là những loại tài sản mà giá trị của nó không liên quan gì đến hình thức vật lý của nó mà dựa vào trái quyền hợp pháp trên một lợi ích tương lai nào đó. Tài sản tài chính (financial assets) là một dạng điển hình của tài sản vô hình. Các ví dụ về tài sản tài chính bao gồm :

- Tín phiếu Kho bạc (treasury bills).
- Trái phiếu công ty (corporate bonds).
- Trái phiếu Chính phủ (government bonds).
- Cổ phiếu thông thường (common stocks).
- Cổ phiếu ưu đãi (preffered stocks).
- Sổ tiền gửi tiết kiệm (saving books).
- Hợp đồng quyền chọn (options).
- ...

2.2. Định giá tài sản tài chính :

Định giá tài sản tài chính là quyết định một cách chính xác và công bằng giá trị hay giá cả của tài sản tài chính. *Nguyên tắc chung* áp dụng cho mọi tài sản tài chính là : "giá trị của tài sản tài chính bằng hiện giá của dòng tiền thu nhập (cash flows) kỳ vọng". Quy trình định giá tài sản tài chính được mô tả ở hình 1.2. Quy trình này gồm có ba bước : (1) ước lượng dòng tiền kỳ vọng thu được từ tài sản tài chính, (2) quyết định lãi suất chiết khấu thích hợp cho việc tính hiện giá của dòng tiền kỳ vọng, và (3) tính hiện giá dòng tiền để quyết định giá trị của tài sản tài chính. Ở bước thứ hai, khi quyết định lãi suất chiết khấu cần lưu ý đến mức độ rủi ro của từng loại tài sản tài chính mà nhà đầu tư phải gánh chịu khi đầu tư vào tài sản tài chính đó. Nói chung, rủi ro đầu tư có thể bao gồm :

- *Rủi ro tín dụng* (credit risk) – Loại rủi ro này phát sinh do người vay vốn hay người phát hành chứng khoán không thể trả được nợ vay.
- *Rủi ro sức mua tiền tệ* (purchasing power risk) hay rủi ro do lạm phát (inflation risk) – Loại rủi ro này phát sinh do sự giảm sút sức mua đối nội của tiền tệ gây ra.
- *Rủi ro hối đoái* (foreign-exchange risk) - Loại rủi ro này do sự giảm sút sức mua đối ngoại của tiền tệ gây ra.
- *Rủi ro lãi suất* (interest rate risk) – Loại rủi ro này do sự thay đổi lãi suất thị trường gây ra. Chẳng hạn sau khi mua trái phiếu lãi suất thị trường gia tăng khiến giá trái phiếu giảm và nhà đầu tư phải gánh chịu rủi ro do lãi suất thay đổi.

Đối với những loại tài sản tài chính nào có mức rủi ro cao hơn mức rủi ro bình quân trên thị trường, khi định giá chúng ta

cần thêm vào lãi suất chiết khấu phân bù, chẳng hạn khoảng từ 3 đến 5%, để bù đắp rủi ro.



Hình 1.2 : Quy trình định giá tài sản tài chính.

2.3. Chức năng của tài sản tài chính :

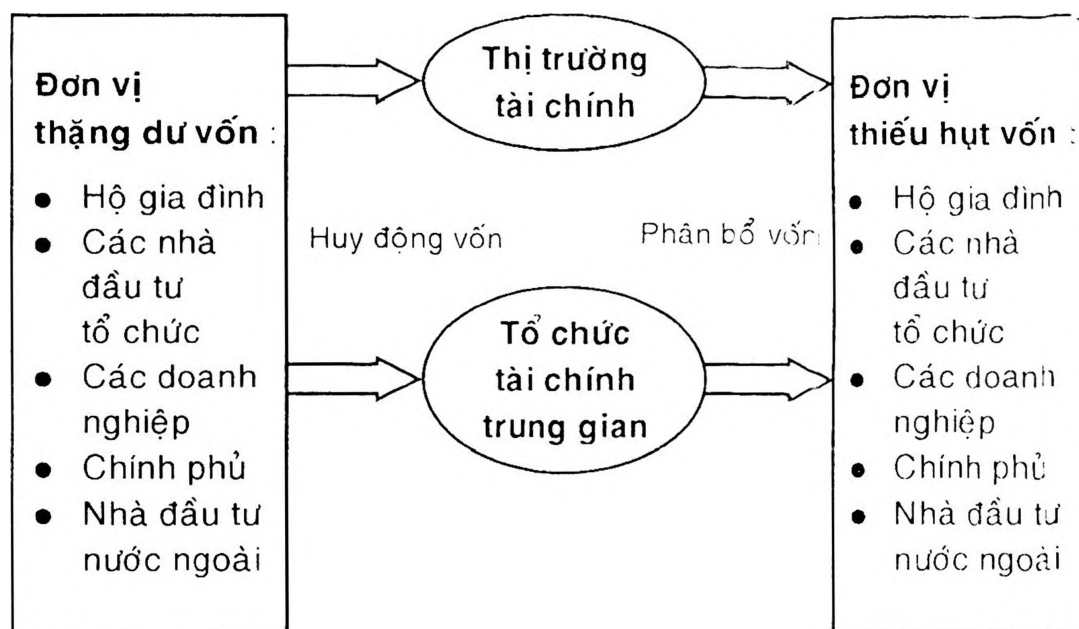
Tài sản tài chính có hai chức năng kinh tế cơ bản. Thứ nhất là, chức năng chuyển dịch vốn thặng dư để đầu tư vào tài sản hữu hình. Thực hiện chức năng này tài sản tài chính góp phần giúp chuyển dịch vốn nhàn rỗi từ nhà đầu tư sang cho nhà phát hành sử dụng. Điều này đem lại lợi ích cho cả nhà đầu tư lẫn nhà phát hành. Nhà đầu tư có cơ hội sử dụng vốn của mình nhằm mục đích sinh lợi còn nhà phát hành giải quyết được nhu cầu thiếu hụt vốn của mình.

Thứ hai là, chức năng phân tán rủi ro đầu tư tài sản hữu hình cho các nhà đầu tư tài sản tài chính. Thực hiện chức năng này tài sản tài chính góp phần giúp cho nhà phát hành hay nhà sản xuất kinh doanh chia sẻ được một phần rủi ro trong kinh

PHẦN I

CĂN BẢN VỀ

THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH



Hình 1.3 : Huy động và phân bổ vốn qua hệ thống tài chính.

Khi thặng dư vốn, đơn vị cần quyết định nên đầu tư số vốn tạm thời thặng dư vào thị trường tài chính hay vào các tổ chức tài chính nhằm gia tăng lợi nhuận. Khi tạm thời thiếu hụt vốn, đơn vị cần quyết định nên tìm nguồn tài trợ từ thị trường tài chính hay từ các tổ chức tài chính. Ngoài ra, còn phải quyết định xem nên đầu tư hay nên phát hành loại công cụ tài chính nào cho phù hợp. Mọi quan hệ giữa đơn vị và hệ thống tài chính sẽ lần lượt được xem xét trong các bài tiếp theo của môn học. Trong phạm vi chương này, chỉ giới thiệu khái quát để các bạn làm quen với các khái niệm liên quan đến hệ thống tài chính.

4. THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

4.1. Khái niệm thị trường tài chính :

Nói một cách tổng quát, thị trường tài chính là thị trường giao dịch các loại tài sản tài chính. Các loại tài sản tài chính có thể kể ra như tín phiếu, trái phiếu, cổ phiếu và cả những công cụ tài chính phái sinh như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi, hợp đồng giao sau và hợp đồng quyền chọn. Thành phần tham

gia giao dịch trên thị trường tài chính bao gồm hộ gia đình, doanh nghiệp, các tổ chức tài chính trung gian và Chính phủ là những người tham gia mua và bán các loại tài sản tài chính – hàng hóa của thị trường tài chính.

4.2. Vai trò của thị trường tài chính :

Hình 1.3 trên đây minh họa mối quan hệ giữa thị trường tài chính với các nhà phát hành và nhà đầu tư vốn đồng thời cho thấy được vai trò của thị trường tài chính trong hệ thống tài chính. *Nói chung*, thị trường tài chính đóng vai trò :

- Là nơi gặp gỡ giữa người mua (nhà đầu tư) và người bán (nhà phát hành hoặc nhà đầu tư khác) để quyết định giá cả tài sản tài chính.
- Cung cấp cho nhà đầu tư khả năng giải quyết vấn đề thanh khoản trong trường hợp nhà đầu tư muốn bán lại tài sản tài chính.
- Là nơi gặp gỡ giữa người mua và người bán và nhờ vậy tiết kiệm được chi phí thông tin, nghiên cứu và tìm hiểu thị trường để mua bán các loại tài sản tài chính.

4.3. Phân loại thị trường tài chính :

4.3.1. Thị trường tiền tệ và thị trường vốn :

Thị trường tiền tệ (money market) là thị trường giao dịch các loại vốn ngắn hạn, không quá một năm, trong khi *thị trường vốn* (capital market) là thị trường giao dịch các loại vốn dài hạn trên một năm. Các chứng khoán có thời hạn không quá một năm gọi là chứng khoán của thị trường tiền tệ, *trong khi* các chứng khoán có thời hạn trên một năm gọi là chứng khoán của thị trường vốn. Chứng khoán thị trường tiền tệ nói chung có tính thanh khoản cao hơn chứng khoán thị trường vốn, *tuy nhiên*,

chứng khoán thị trường vốn lại tạo ra lợi nhuận hàng năm cho nhà đầu tư cao hơn chứng khoán thị trường tiền tệ.

4.3.2. Thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp :

Bất luận giao dịch trên thị trường tiền tệ hay thị trường vốn, chúng ta cũng cần phân biệt giữa *thị trường sơ cấp* và *thị trường thứ cấp*. Thị trường sơ cấp (primary markets) là thị trường phát hành và giao dịch các loại chứng khoán mới phát hành, trong khi thị trường thứ cấp (secondary markets) giao dịch các loại chứng khoán đã phát hành. Giao dịch trên thị trường sơ cấp cung cấp nguồn vốn cho các nhà phát hành chứng khoán, trong khi giao dịch trên thị trường thứ cấp cung cấp thanh khoản cho các nhà đầu tư.

4.3.3. Thị trường tập trung và thị trường phi tập trung (thị trường OTC) :

Thị trường tập trung (organized market) là thị trường giao dịch tập trung ở sở giao dịch trong khi *thị trường phi tập trung* là thị trường giao dịch không tập trung ở sở hoặc sàn giao dịch mà giao dịch ở ngoài sở giao dịch (over-the-counter – OTC). Thị trường tập trung giao dịch các chứng khoán đã được niêm yết, trong khi thị trường OTC giao dịch chứng khoán chưa được niêm yết.

Từng loại thị trường tài chính như vừa nêu trên sẽ lần lượt được xem xét chi tiết hơn trong các chương sau của quyển sách này.

5. CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH

Bởi vì thị trường tài chính không hoàn hảo, nên những người mua và người bán chứng khoán không có đầy đủ thông tin cần thiết cũng như không thể phân chia nhỏ chứng khoán theo

quy mô phù hợp với nhu cầu của họ. *Khi ấy*, họ cần các tổ chức tài chính trung gian giúp họ giải quyết những vấn đề do sự không hoàn hảo của thị trường gây ra. Các tổ chức tài chính này thu thập thông tin từ người mua và người bán để làm cho nhu cầu mua và bán gặp nhau. Nếu không có các tổ chức tài chính thì chi phí thông tin và giao dịch sẽ rất lớn, khiến cho các giao dịch rất khó có thể xảy ra. *Nói chung*, tổ chức tài chính trung gian có thể chia thành hai loại : Tổ chức nhận tiền gửi và tổ chức không nhận tiền gửi (hay còn gọi là ký thác).

5.1. Tổ chức nhận tiền gửi (Depository institutions) :

Tổ chức nhận tiền gửi là loại hình chủ yếu của các tổ chức tài chính, nó nhận tiền gửi từ những đơn vị thặng dư vốn và cung cấp tín dụng cho những đơn vị thiếu hụt vốn hoặc đầu tư bằng cách mua chứng khoán. Tổ chức nhận tiền gửi bao gồm các loại hình sau đây :

- *Ngân hàng thương mại* – là tổ chức mà hoạt động chủ yếu và thường xuyên là nhận tiền gửi của công chúng dưới hình thức tiền gửi và sử dụng tiền gửi đó để cho vay và thực hiện các dịch vụ tài chính khác.
- *Tổ chức tiết kiệm* – là một loại hình tổ chức nhận tiền gửi thường được tổ chức dưới hình thức hiệp hội tiết kiệm và cho vay hoặc ngân hàng tiết kiệm, nó hoạt động tương tự như là ngân hàng thương mại, nhưng tập trung chủ yếu vào khách hàng cá nhân hơn là khách hàng công ty.
- *Hiệp hội tín dụng* – Hiệp hội tín dụng khác với ngân hàng thương mại và tổ chức tiết kiệm ở chỗ (1) chúng là tổ chức phi lợi nhuận, (2) hạn chế hoạt động trong phạm vi thành viên của hội, sử dụng hầu hết nguồn vốn huy động từ hội viên và cung cấp tín dụng lại cho các hội viên khác.

5.2. Tổ chức không nhận tiền gửi (Nondepository institutions) :

Tổ chức không nhận tiền gửi cũng đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính. Chúng không huy động nguồn vốn bằng hình thức tiền gửi mà huy động vốn bằng các hình thức khác như phát hành tín phiếu, trái phiếu, hoặc cổ phiếu. Về loại hình, các tổ chức không nhận tiền gửi (đôi khi còn gọi là tổ chức tài chính phi ngân hàng) bao gồm :

- *Công ty tài chính* – huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán và sử dụng vốn huy động được để cho vay. Hoạt động cho vay của công ty tài chính cũng giống như ngân hàng thương mại, nhưng nó chủ yếu tập trung vào một phân khúc thị trường cụ thể nào đó.
- *Quỹ đầu tư hỗ tương* – huy động vốn bằng cách bán cổ phần cho các nhà đầu tư và sử dụng vốn huy động được để đầu tư chứng khoán trên thị trường tài chính.
- *Công ty chứng khoán* – cung cấp đa dạng các loại dịch vụ tài chính như môi giới, kinh doanh, tư vấn và bao tiêu chứng khoán.
- *Công ty bảo hiểm* – huy động vốn bằng cách bán chứng nhận bảo hiểm cho công chúng và sử dụng nguồn vốn huy động được để đầu tư trên thị trường tài chính.
- *Quỹ hưu bổng* – quỹ này hình thành từ tiền đóng góp của các công ty và đại diện Chính phủ và được sử dụng để đầu tư trên thị trường tài chính. Vốn gốc và lãi của quỹ này dùng để chi trả cho người lao động dưới hình thức lương hưu.

6. CÁC LOẠI HÀNG HÓA TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Có rất nhiều loại chứng khoán hay công cụ tài chính được giao dịch trên thị trường tài chính, bao gồm các công cụ trên thị trường vốn và các công cụ trên thị trường tiền tệ. Ba loại chứng khoán giao dịch phổ biến trên thị trường vốn bao gồm trái phiếu (bonds), chứng khoán cầm cố bất động sản (mortgages) và cổ phiếu (stocks).

- *Trái phiếu* là chứng nhận nợ dài hạn do công ty hoặc Chính phủ phát hành để huy động vốn tài trợ cho hoạt động của mình.
- *Chứng khoán cầm cố bất động sản* là loại chứng nhận nợ dài hạn được tạo ra nhằm tài trợ cho việc mua bất động sản.
- *Cổ phiếu* (còn gọi là chứng khoán vốn) là chứng nhận đầu tư và sở hữu một phần trong công ty cổ phần.

Các công cụ tài chính trên thị trường tiền tệ là những loại tài sản tài chính có thời hạn không quá một năm, bao gồm : tín phiếu Kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu, thuận nhận của ngân hàng, quỹ liên bang, thỏa thuận mua lại, và tiền gửi dollar ngoại biên.

- *Tín phiếu Kho bạc* (treasury bill) – chứng khoán có thời hạn không quá một năm do Kho bạc phát hành để huy động vốn bù đắp thiếu hụt cho ngân sách.
- *Chứng chỉ tiền gửi* (certificate of deposit) – chứng chỉ tiền gửi do các tổ chức nhận tiền gửi phát hành có nêu rõ số tiền gửi, thời hạn và lãi suất.
- *Tín phiếu công ty* (commercial paper) – chứng khoán ngắn hạn do các công ty rất uy tín phát hành để huy động vốn ngắn hạn.

- *Thuận nhận của ngân hàng* (banker's acceptance) -- thỏa thuận theo đó ngân hàng chấp nhận sẽ thanh toán số tiền ghi trên hối phiếu khi hối phiếu được xuất trình.
- *Quy liên bang* – Ký thác của các tổ chức nhận ký thác gửi tại Ngân Hàng Dự Trữ Liên Bang.
- *Thỏa thuận mua lại* (repurchase agreement – repo) – Thỏa thuận theo đó ngân hàng (hoặc công ty) bán chứng khoán Chính phủ mà họ sở hữu kèm theo cam kết sau này sẽ mua lại chứng khoán đó.
- *Tiền gửi dollar ngoại biên* (eurodollar deposit) – Tiền gửi dollar tại các ngân hàng nằm ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ.

Ngoài các công tài chính của thị trường tiền tệ và thị trường vốn, thị trường tài chính còn giao dịch các công cụ tài chính hay *chứng khoán phái sinh* (derivatives). Chứng khoán phái sinh (derivative securities) là loại chứng khoán mà giá trị của nó được phái sinh từ giá trị của *tài sản cơ sở* (underlying assets). Tài sản cơ sở có thể là hàng hóa, cổ phiếu, chỉ số chứng khoán hoặc tiền tệ. Nếu tài sản cơ sở là hàng hóa, chúng ta sẽ có giao dịch các công cụ phái sinh trên thị trường hàng hóa. Nếu tài sản cơ sở là cổ phiếu hoặc chỉ số chứng khoán, chúng ta sẽ có giao dịch công cụ phái sinh trên thị trường chứng khoán. Nếu tài sản cơ sở là ngoại tệ, chúng ta có giao dịch công cụ phái sinh trên thị trường ngoại hối. Chứng khoán phái sinh phổ biến bao gồm: các loại hợp đồng kỳ hạn (forwards contracts), hợp đồng giao sau (futures contracts), hợp đồng hoán đổi (swaps contracts), và hợp đồng quyền chọn (options contracts).

Các loại chứng khoán phái sinh này ở Việt Nam hiện tại chỉ mới có giao dịch hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi, và hợp đồng quyền chọn trên thị trường ngoại hối, còn loại hợp đồng khác như giao sau chưa được giao dịch, trong khi thị trường

hàng hóa và thị trường chứng khoán chưa có giao dịch công cụ phái sinh. *Gần đây*, xuất hiện chợ thủy sản Cần Giờ và hợp đồng thu mua lúa của công ty Lương thực với nông dân trước khi bắt đầu thời vụ có thể xem như dạng thí nghiệm để tiến đến giao dịch kỳ hạn trên thị trường hàng hóa.

7. HIỆU QUẢ CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Khái niệm *hiệu quả thị trường tài chính* rất quan trọng vì nó làm nền tảng cho nhiều lý thuyết và mô hình tài chính mà chúng ta sẽ xem xét trong các chương sau. *Trong phạm vi chương này* chỉ giới thiệu để các bạn làm quen với khái niệm và một số hình thức hiệu quả của thị trường tài chính.

Thị trường tài chính hiệu quả (efficient financial market) là thị trường tài chính trong đó giá hiện tại của tài sản tài chính phản ánh đầy đủ mọi thông tin có liên quan, nghĩa là giá thị trường của những chứng khoán riêng biệt thay đổi rất nhanh theo thông tin mới xuất hiện. Eugene Fama là người đi đầu trong việc nghiên cứu thị trường hiệu quả. Ông mô tả ba mức độ hiệu quả của thị trường như sau :

- *Hình thức hiệu quả yếu* -- Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ kết quả giá cả trong quá khứ, hay nói khác đi, hiểu biết về động thái giá cả quá khứ sẽ giúp bạn cải thiện được khả năng dự báo giá cả trong tương lai.
- *Hình thức hiệu quả trung bình* -- Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ tất cả những thông tin được công bố, chẳng hạn như báo cáo thường niên hoặc những tin tức có liên quan.
- *Hình thức hiệu quả mạnh* -- Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ tất cả thông tin, kể cả thông tin quá khứ, thông tin

được công bố lần thông tin nội gián (thông tin mà chỉ có những người bên trong công ty mới biết).

Để hiểu được ba hình thức hiệu quả của thị trường, chúng ta minh họa bằng ví dụ sau đây : Giả sử cổ phiếu MU của Câu lạc bộ Manchester United đang giao dịch ở mức giá 20 bảng và giá cả cổ phiếu MU rất nhạy cảm với mọi thông tin có liên quan đến kết quả thi đấu của Câu lạc bộ MU, đặc biệt là thông tin về phong độ thi đấu của Ronaldo. Vào hôm Ronaldo ra sân và không may bị chấn thương gãy chân phải. Thông tin này có ảnh hưởng hay không, ảnh hưởng mạnh hay yếu đến giá cổ phiếu MU tùy thuộc vào hình thức hiệu quả của thị trường.

- *Với hình thức hiệu quả yếu* – Giá cổ phiếu MU vẫn không giảm, mặc dù khi chứng kiến trên sân ai cũng biết chuyện Ronaldo bị gãy chân rồi. Điều này có nghĩa là giá cổ phiếu không phản ánh được thông tin có liên quan vừa mới xảy ra mà chỉ phản ánh được thông tin quá khứ, tức là thông tin lúc Ronaldo chưa gãy chân.
- *Với hình thức hiệu quả trung bình* – Giá cổ phiếu MU hôm sau sẽ giảm xuống nếu như chuyện Ronaldo gãy chân được công bố hoặc được đăng tải trên các phương tiện thông tin đại chúng. Sự giảm giá của cổ phiếu MU cho thấy rằng, giá cả cổ phiếu MU có phản ứng lại với thông tin Ronaldo gãy chân khi thông tin này được công bố.
- *Với hình thức hiệu quả mạnh* – Giá cổ phiếu MU giảm ngay lập tức dù rằng thông tin về chấn thương của Ronaldo chưa được công bố. Ngay lúc biết Ronaldo gãy chân, Sir Fugerson điện thoại ngay cho nhà môi giới của ông ta và ra lệnh bán ngay một số lượng cổ phiếu MU giới giá 20 bảng. Nhà môi giới trả lời : "Tôi lấy làm tiếc thưa Ngài, giá cổ phiếu MU hiện tại chỉ còn 15 bảng". Điều

này có nghĩa là, giá cổ phiếu MU đã phản ánh ngay lập tức thông tin Ronaldo bị gãy chân dù rằng chưa ai công bố thông tin này.

7.1. Tại sao cần có thị trường hiệu quả ?

Sự phân tích các hình thức hiệu quả của thị trường trên đây cho chúng ta thấy rằng, trong thị trường hiệu quả mạnh không ai có thể lợi dụng ưu thế hơn về thông tin để chiến thắng người khác và do giá cả phản ánh rất nhanh với mọi thông tin có liên quan nên không thể kiếm được lợi nhuận do có ưu thế hơn về thông tin. Điều này khiến cho giao dịch trên thị trường tài chính được minh bạch và công bằng hơn. Minh bạch vì mọi thông tin, dù được công bố hay không, đều được phản ánh qua giá cả nên việc che đậy thông tin không còn ý nghĩa gì cả. Công bằng vì giá cả biến động ngẫu nhiên theo tín hiệu thị trường, không ai có thể tác động hay tạo ảnh hưởng của mình đến giá cả được.

Ngược lại, nếu thị trường hiệu quả yếu sẽ có người lợi dụng được ưu thế thông tin để kiếm lợi nhuận trong khi người khác không kiếm được do không có lợi thế thông tin. *Trên thị trường như vậy*, nhà đầu tư tham gia thị trường chẳng khác nào tham gia chơi một canh bạc mà trong đó có kẻ "ăn gian" chưa được phát hiện. Thị trường tài chính nói chung, và thị trường dành cho các công cụ tài chính phái sinh nói riêng rất cần sự hiệu quả để tạo sự công bằng cho các nhà giao dịch và chỉ khi ấy các công cụ tài chính phái sinh mới có thể trở thành công cụ kinh doanh và tự bảo hiểm rủi ro theo đúng nghĩa của nó.

7.2. Làm thế nào để thị trường hiệu quả ?

Thị trường hiệu quả hay không, nói chung phụ thuộc vào mức độ phát triển của nền kinh tế và mức độ phát triển của thị trường tài chính, trong đó quan trọng nhất là yếu tố quy mô và

sự tự do hóa thị trường. Quy mô quá nhỏ như thị trường chúng ta khiến cho thị trường trở nên quá mỏng và không hoàn hảo, một thị trường như vậy rất dễ bị điều khiển và khống chế bởi những thế lực nắm giữ khối lượng giao dịch lớn. *Ngoài ra*, sự tự do hóa thị trường, một mặt khiến cho những ai có thế mạnh trong quan hệ với các nhà quản lý và hoạch định chính sách khó có thể có được ưu thế hơn người khác, mặt khác sự tự do hóa thị trường khiến thị trường trở nên hấp dẫn hơn vì ở đó rủi ro và lợi nhuận tương đồng với nhau.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Phân tích mối quan hệ giữa các loại thị trường, qua đó là nổi bật vai trò của thị trường tài chính trong nền kinh tế thị trường.
2. Thế nào là tài sản tài chính ? Cho vài ví dụ điển hình về các loại tài sản tài chính mà bạn đã từng biết hay sử dụng qua.
3. Trình bày các bộ phận chính trong một hệ thống tài chính.
4. Thế nào là thị trường tài chính ? Phân biệt các loại thị trường sau đây: thị trường tài chính, thị trường chứng khoán, thị trường vốn, thị trường tiền tệ và thị trường ngoại tệ.
5. Phân biệt từng loại tổ chức tài chính trong hệ thống tài chính của một quốc gia.
6. Phân biệt từng loại công cụ tài chính trong hệ thống tài chính của một quốc gia.
7. Thế nào là thị trường tài chính hiệu quả ? Phân biệt từng loại hình thức hiệu quả của thị trường.
8. Tại sao chúng ta cần phát triển và không ngừng nâng cao hiệu quả của thị trường tài chính ?

Chương 2

CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH

■ MỤC TIÊU

Chương này nhằm giới thiệu bức tranh chung về các loại công cụ hay tài sản được giao dịch trên thị trường tài chính. Đọc xong chương này, bạn có thể :

- Hiểu được tổng quát về các loại tài sản được giao dịch trên thị trường tài chính.
- Nắm được đặc điểm và cách thức, định giá, giao dịch của từng loại công cụ tài chính trên từng loại thị trường khác nhau.
- Hiểu được cách thức làm thế nào để phát triển các loại công cụ này trên thị trường tài chính Việt Nam.

1. TỔNG QUAN VỀ CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH

Như đã trình bày trong chương 1, thị trường tài chính là thị trường thực hiện giao dịch mua, bán các loại tài sản tài chính (financial assets). Các loại tài sản này thường được xem như là các công cụ hay hàng hóa giao dịch trên thị trường tài chính (financial instruments). Người ta có thể dựa vào thời hạn để phân loại các loại tài sản tài chính này và dựa vào từng loại tài sản tài chính này để phân loại thị trường tài chính một cách tương ứng.

Một cách tổng quát, có thể phân các công cụ giao dịch trên thị trường tài chính thành ba loại :

- Các công cụ giao dịch trên thị trường vốn hay thị trường chứng khoán.
- Các công cụ giao dịch trên thị trường tiền tệ.
- Các công cụ tài chính phái sinh.

Phần còn lại của chương này sẽ lần lượt xem xét chi tiết hơn về từng loại công cụ tài chính được giao dịch trên từng loại thị trường cụ thể. Đầu tiên là các công cụ giao dịch trên thị trường vốn hay thị trường chứng khoán.

2. CÁC CÔNG CỤ CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN (THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN)

2.1. Khái niệm :

Các công cụ tài chính giao dịch trên thị trường vốn hay thị trường chứng khoán thường được gọi là chứng khoán (securities). Chứng khoán được xem như là hàng hóa của thị trường vốn. Chứng khoán là chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, xác nhận các quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu chứng khoán đối với tài sản hoặc vốn của tổ chức phát hành. Chứng khoán nói chung có thể bao gồm trái phiếu, cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư và chứng khoán phái sinh.

Chứng khoán là một công cụ rất hữu hiệu trong nền kinh tế thị trường để tạo nên một lượng vốn tiền tệ không lồ tài trợ dài hạn cho các mục đích mở rộng sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp hay các dự án đầu tư của Nhà nước và tư nhân. Cũng như các loại hàng hóa khác, chứng khoán là loại hàng hóa đặc biệt lưu thông trên thị trường riêng của nó : thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán và công cụ của nó – các loại chứng khoán – là một đặc trưng kiểu mẫu của nền kinh tế thị trường.

2.2. Phân loại chứng khoán :

2.2.1. Căn cứ vào nội dung :

Có thể chia ra thành chứng khoán nợ và chứng khoán vốn.

- Chứng khoán nợ : Là chứng nhận nợ do Nhà nước hoặc các doanh nghiệp phát hành khi cần huy động vốn cho các mục đích tài trợ dài hạn. Điển hình của chứng khoán nợ là các loại trái phiếu.
- Chứng khoán vốn : Là chứng nhận sự góp vốn kinh doanh vào các công ty cổ phần. Đó là các loại cổ phiếu bao gồm cổ phiếu thường hay còn gọi là cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi.

2.2.2. Căn cứ vào hình thức :

Có thể chia chứng khoán thành chứng khoán vô danh hoặc ký danh.

- Chứng khoán vô danh (bearer securities) : Là loại chứng khoán nợ hay chứng khoán vốn trên đó có ghi tên người sở hữu. Loại chứng khoán này có thể dễ dàng mua bán chuyển đổi trên thị trường chứng khoán.
- Chứng khoán ký danh (registered securities) : Là loại chứng khoán mà tên người sở hữu được lưu giữ trong hồ sơ của chủ thể phát hành cũng như trên tờ giấy chứng khoán. Việc chuyển quyền sở hữu chứng khoán này có phần khó khăn hơn, ngay cả khi được sự đồng ý của cơ quan phát hành ra nó.

2.2.3. Căn cứ vào lợi tức chứng khoán :

Có thể chia chứng khoán thành chứng khoán có lợi tức cố định và chứng khoán có lợi tức không cố định.

- Chứng khoán có lợi tức cố định : Là loại chứng khoán cho phép người cầm giữ loại chứng khoán này được hưởng lợi tức cố định theo tỷ lệ lãi suất tính trên mệnh giá chứng khoán. Điển hình cho loại chứng khoán này là các loại trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi.
- Chứng khoán có lợi tức không cố định : Là loại chứng khoán mà nhà đầu tư được quyền hưởng lợi tức thay đổi tùy theo tình hình kết quả kinh doanh của công ty phát hành, lợi tức có thể cao hơn nhiều so với mức lãi suất cố định. Các loại chứng khoán này thường mang tính chất rủi ro cao và không ổn định. Điển hình cho loại chứng khoán này là cổ phiếu thường của các công ty cổ phần.

Sau đây chúng ta sẽ lần lượt khảo sát các đặc tính của các loại chứng khoán chủ yếu được lưu thông phổ biến trên thị trường chứng khoán. Đó là các loại trái phiếu, cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.

3. CHỨNG KHOÁN NỢ HAY TRÁI PHIẾU (BONDS)

3.1. Khái niệm :

Trái phiếu là giấy chứng nhận nợ dài hạn do Chính phủ hay doanh nghiệp phát hành cam kết với người cho vay (người mua trái phiếu) rằng sẽ chi trả lợi tức định kỳ và hoàn lại vốn gốc cho người cầm giữ trái phiếu ở thời điểm đáo hạn. Trên giấy chứng nhận nợ này có ghi mệnh giá, lãi suất được hưởng và thời hạn đáo hạn của trái phiếu.

3.2. Những yếu tố đặc trưng của trái phiếu :

Mệnh giá (Par value) : Là giá trị danh nghĩa của trái phiếu được in ngay trên tờ phiếu, đại diện cho số vốn gốc được hoàn trả cho trái chủ tại thời điểm đáo hạn. Ở Việt Nam mệnh giá

của trái phiếu được ấn định là 100.000 đ và các mệnh giá khác là bội số của 100.000 đ. Mệnh giá của trái phiếu được xác định phụ thuộc vào số tiền huy động trong kỳ và số trái phiếu phát hành.

$$\text{Mệnh giá} = \frac{\text{Tổng số vốn huy động}}{\text{Số lượng trái phiếu phát hành}}$$

Ví dụ : Công ty A muốn huy động 10 tỷ đồng, bằng cách phát hành 10.000 trái phiếu, vậy mỗi trái phiếu có mệnh giá là bằng $10.000.000.000đ / 10.000 = 1.000.000đ$.

Lãi suất trái phiếu : Là lãi suất danh nghĩa (Coupon interest rates) của trái phiếu quy định mức lãi mà nhà đầu tư được hưởng hàng năm. Thông thường có hai phương thức trả lãi : trả lãi hàng năm và trả lãi 6 tháng một lần. Mỗi trái phiếu có ghi lãi suất của tổ chức phát hành cam kết sẽ thanh toán cho chủ sở hữu trái phiếu một số tiền lãi vào một ngày xác định và có thể theo định kỳ. Trái phiếu phát hành với một tỷ lệ lãi suất danh nghĩa được xác định bởi các điều kiện thị trường tại thời điểm chào bán trái phiếu. Lãi suất thường được công bố theo tỷ lệ phần trăm so với mệnh giá của trái phiếu. Số tiền lãi nhà đầu tư nhận được hàng năm bằng lãi suất trái phiếu nhân với mệnh giá trái phiếu.

Ví dụ : Công ty A nói trên công bố mức lãi trái phiếu trả hàng năm là 9%. Như vậy hàng năm trái chủ nhận được số tiền lãi là : $1.000.000đ * 9\% = 90.000đ$.

Giá mua trái phiếu : Là khoản tiền thực tế mà người mua bỏ ra để có được quyền sở hữu trái phiếu. Giá mua có thể bằng mệnh giá (Par value), có thể cao hơn mệnh giá (Premium) hoặc thấp hơn mệnh giá (Discount). Tuy nhiên, dù giá mua là loại giá nào thì tiền lãi luôn được xác định theo mệnh giá trái phiếu. Và đến

ngày đáo hạn, người nắm giữ trái phiếu sẽ được trả lại vốn gốc bằng với mệnh giá trái phiếu.

Thời hạn của trái phiếu : Là số năm mà theo đó người phát hành hứa hẹn đáp ứng những điều kiện của nghĩa vụ. Thời hạn của một trái phiếu là ngày chấm dứt sự tồn tại của khoản nợ, người phát hành sẽ thu hồi trái phiếu bằng cách hoàn trả khoản vay gốc.

Theo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, trái phiếu có thời hạn từ 1 đến 5 năm được gọi là trái phiếu ngắn hạn ; từ 5 đến 10 năm được gọi là trái phiếu trung hạn và trên 10 năm là trái phiếu dài hạn. Thời hạn này cũng còn được gọi là thời gian đáo hạn của trái phiếu. Ngày đáo hạn là ngày mà tổ chức phát hành thanh toán số vốn gốc và lãi cho chủ sở hữu trái phiếu.

Kỳ hạn trái phiếu có ý nghĩa quan trọng vì lợi tức trái phiếu phụ thuộc vào thời hạn của nó. Kỳ hạn cho biết khoảng thời gian người nắm giữ trái phiếu nhận được tiền lãi định kỳ và thời điểm đáo hạn mà tổ chức phát hành phải hoàn tiền gốc theo mệnh giá trái phiếu. Ngoài ra kỳ hạn trái phiếu càng dài, tính biến động giá trái phiếu càng lớn trước sự biến động của lãi suất thị trường. Như vậy, tính biến động của giá trái phiếu phụ thuộc vào kỳ hạn của trái phiếu.

Quyền mua lại (Callable) : Là quyền cho phép tổ chức phát hành trái phiếu thu hồi trái phiếu và hoàn lại vốn gốc với mức giá dự kiến trước thời hạn thanh toán. Tổ chức phát hành sử dụng quyền này để bảo vệ họ không phải trả lãi suất cao hơn đối với số tiền mà họ vay. Tổ chức phát hành thu hồi trái phiếu khi tỷ lệ lãi suất trên thị trường thấp hơn lãi suất của trái phiếu của tổ chức phát hành đã phát hành trước đó và có thể phát hành trái phiếu mới với tỷ lệ lãi suất thấp hơn.

3.3. Điều kiện phát hành trái phiếu ở Việt Nam :

Doanh nghiệp là chủ thể phát hành muốn phát hành trái phiếu huy động vốn dài hạn phải hội đủ những điều kiện sau đây :

- Là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp Nhà nước có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký phát hành tối thiểu là 10 tỷ đồng Việt Nam.
- Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký phát hành phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế đến năm đăng ký chào bán, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 1 năm.
- Có phương án phát hành, phương án sử dụng và trả nợ vốn thu được từ đợt phát hành trái phiếu.
- Có cam kết thực hiện nghĩa vụ của tổ chức phát hành đối với nhà đầu tư về điều kiện phát hành, thanh toán, bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và các điều kiện khác.

3.4. Các loại trái phiếu :

Nếu căn cứ vào chủ thể phát hành có thể chia trái phiếu ra làm hai loại : Trái phiếu Chính phủ và trái phiếu công ty.

Trái phiếu Chính phủ (Government Bonds) : Trái phiếu do Chính quyền Trung ương hay địa phương phát hành nhằm mục đích bù đắp các khoản chi đầu tư của ngân sách Nhà nước, quản lý lạm phát, hoặc tài trợ cho các công trình, các dự án của Nhà nước. Trái phiếu Chính phủ là công cụ đặc biệt quan trọng và có hiệu quả để huy động vốn cho ngân sách Nhà nước, góp phần tạo thế chủ động trong công tác quản lý và điều hành ngân sách Nhà nước, hạn chế và đi đến chấm dứt việc phát hành tiền để bù đắp thiếu hụt ngân sách Nhà nước. Thời kỳ 1991 – 1995 huy động từ

trái phiếu Chính phủ đạt bình quân 1,2% GDP, chiếm khoảng 30% tổng nguồn bù đắp bội chi ngân sách Nhà nước. Thời kỳ 1996 – 2000 huy động từ trái phiếu Chính phủ đạt bình quân 2.5% GDP, chiếm khoảng 55% tổng nguồn bù đắp bội chi ngân sách Nhà nước. Thời kỳ 2001 đến nay, huy động từ trái phiếu Chính phủ đạt bình quân 4% GDP, chiếm khoảng 75% tổng nguồn bù đắp bội chi ngân sách Nhà nước.

Ngoài bù đắp thiếu hụt ngân sách Nhà nước, trái phiếu Chính phủ còn được sử dụng để huy động vốn cho các công trình kinh tế – xã hội của Trung ương và địa phương như đường dây 500KV, thủy điện Yaly, khu đô thị Chí Linh, các công trình cơ sở hạ tầng ở các địa phương : Thành phố Hồ Chí Minh, Bình Thuận, Khánh Hòa, Cà Mau... Các công trình này đã được đưa vào sử dụng và đang phát huy hiệu quả rất tốt. Từ năm 2000 đến 2007, Chính phủ Việt Nam đã phát hành trái phiếu huy động vốn qua các năm như sau :

Bảng 2.1 : Phát hành trái phiếu của Chính phủ Việt Nam.

(Đơn vị : Triệu đồng)

Năm phát hành	Giá trị phát hành	Tốc độ tăng (giảm)
2000	1.100.000	
2001	1.656.633	50,6%
2002	1.462.000	-11,7%
2003	8.953.000	512,4%
2004	11.811.700	31,9%
2005	20.883.680	76,8%
2006	33.862.145	62,1%
T2/2007	8.770.000	
Cộng	88.499.158	

Nguồn : Tổng hợp từ Internet.

Trái phiếu chính quyền địa phương : Là loại trái phiếu đầu tư có kỳ hạn từ một năm trở lên, do Chính quyền địa phương ủy quyền cho Kho bạc hoặc các pháp nhân do Chính quyền địa phương lập ra, phát hành với mục đích huy động vốn để đầu tư xây dựng các công trình mang tính công cộng như đường xá, bến cảng, trường học, bệnh viện...

Trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh là loại trái phiếu nợ chung. Trái phiếu này được đảm bảo thanh toán trực tiếp bằng nguồn ngân sách thành phố. Chủ thể phát hành là Ủy ban Nhân dân Thành phố Hồ Chí Minh, tổ chức đại diện phát hành là Quỹ đầu tư phát triển đô thị Thành phố được Ủy ban Nhân dân ủy quyền thực hiện toàn bộ các nghiệp vụ và quy trình phát hành trái phiếu đô thị.

Bảng 2.1 : Tình hình phát hành trái phiếu đô thị TP.HCM từ 2003 đến 30/9/2006.

Loại Năm	2 năm		5 năm		10 năm		15 năm		Tổng cộng
	Trị giá (tỷ đồng)	Lãi suất (%)	Trị giá (Tỷ đồng)	Lãi suất (%)	Trị giá (Tỷ đồng)	Lãi suất (%)	Trị giá (Tỷ đồng)	Lãi suất (%)	
2003	200	8,52	1.800	9,0	-		-		2.000
2004	-		1.600	8,5 - 8,75	400	9,0	-		2.000
2005	-		600	9,0 - 9,5	-		700	9,54	1.300
2006					110	9,25	100	9,55	210
Tổng	200		4.000		510		800		5.510

Nguồn : Quỹ đầu tư đô thị Thành phố Hồ Chí Minh.

Trái phiếu doanh nghiệp (Corporate Bonds) : *Trái phiếu* do các doanh nghiệp phát hành nhằm mục đích huy động nợ vay để đầu tư dài hạn cho doanh nghiệp, mở rộng quy mô phát triển sản xuất kinh doanh. Chẳng hạn, Tập đoàn Điện lực VN (EVN), đầu năm 2006 đã phát hành huy động được 3.500 tỷ đồng và trong năm 2006 đã huy động từ phát hành trái phiếu khoảng 5.000 đến 10.000 tỷ đồng, một nguồn vốn rất lớn để phục vụ đầu tư cho các dự án mới hoặc mở rộng các dự án kinh doanh hiện tại.

Bên cạnh các doanh nghiệp Nhà nước và các tập đoàn kinh tế lớn, các công ty cổ phần cũng là chủ thể phát hành nhiều loại trái phiếu. Trái phiếu của công ty cổ phần rất đa dạng và phong phú về chủng loại đáp ứng nhu cầu và thị hiếu của các nhà đầu tư, là nguồn vốn vay chủ yếu cho các công ty cổ phần ở các nước phát triển. Sau đây là một số loại trái phiếu chủ yếu của công ty cổ phần.

Trái phiếu thu nhập (Income Bonds) : Là trái phiếu mà việc thanh toán lãi phụ thuộc vào mức thu lợi hàng năm của công ty, loại trái phiếu này thường được phát hành khi công ty gặp khó khăn về tài chính hay cần huy động vốn đầu tư vào các dự án. Tùy theo lợi nhuận công ty thu được sẽ trả lãi cho trái chủ, tuy nhiên, tỷ lệ lãi không lớn hơn lãi suất quy định trên trái phiếu. Về mặt này loại trái phiếu này giống cổ phiếu ưu đãi nhưng nó khác ở chỗ tiền lãi trả cho trái phiếu thu nhập được khấu trừ thuế (trả trước thuế), còn đối với cổ phiếu ưu đãi thì không được khấu trừ (trả sau thuế).

Trái phiếu có thế chấp (Mortgage Bonds) : Các doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu phải có thế chấp bằng tài sản hay chứng khoán. Người nắm giữ trái phiếu này được bảo vệ ở một mức độ cao bằng chính tài sản thế chấp trong trường hợp doanh nghiệp phá sản.

Trái phiếu không có thế chấp (Debenture) : Một số các công ty lớn có tiếng tăm và uy tín trên thị trường quốc nội và quốc ngoại có thể phát hành trái phiếu mà không cần thế chấp. Bởi vì chính uy tín của công ty ấy đã là một đảm bảo có giá trị. Nếu công ty bị phá sản, người cầm trái phiếu này sẽ được trả nợ sau các trái chủ có đảm bảo bằng tài sản thế chấp, nhưng trước các cổ đông.

Trái phiếu có thể chuyển đổi (Convertible Bonds) : Là loại trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu thường của công ty với giá của cổ phiếu được ấn định trước gọi là giá chuyển đổi. Đây là loại trái phiếu rất được ưa chuộng bởi vì khi giá cổ phiếu tăng cao trên thị trường người nắm giữ trái phiếu này sẽ thực hiện việc chuyển đổi và thu được những món lợi nhuận do chênh lệch giá. Công ty phát hành trái phiếu chuyển đổi vì các lý do thuận lợi sau :

- Trái phiếu chuyển đổi có thể bán ra với lãi suất thấp hơn lãi suất của trái phiếu, cổ phiếu thường.
- Công ty có thể loại bỏ lãi suất cố định khi có sự chuyển đổi vì thế giảm được số nợ.
- Số cổ phiếu trong thị trường hiếm khi gia tăng nhanh vì sự chuyển đổi xảy ra trong khoảng thời gian dài (do đó ít gây ra sự loãng giá các cổ phiếu).
- Công ty tránh được sự loãng trị giá tức thời số lợi nhuận cơ bản của cổ phiếu.

Tuy nhiên phát hành trái phiếu chuyển đổi có thể làm cho các nhà phát hành gặp phải các bất lợi sau :

- Vốn cổ đông bị loãng vào thời điểm chuyển đổi.
- Sự chuyển đổi nhiều sẽ làm thay đổi khả năng kiểm soát của công ty (khi đó khả năng bỏ phiếu tăng lên vì cổ phiếu

thường tăng, do đó ảnh hưởng đến quyền kiểm soát công ty).

- Số nợ của công ty giảm có nghĩa là công ty bớt đòn bẩy tài chính (vì lúc đó nợ đã trở thành vốn cổ đông).
- Công ty phải đóng nhiều thuế hơn khi có chuyển đổi.
- Cơ cấu vốn của công ty không được ổn định như trước.

Đứng trên góc độ nhà đầu tư, sở dĩ nhà đầu tư chịu bỏ tiền mua trái phiếu chuyển đổi vì các thuận lợi sau :

- Trái phiếu chuyển đổi chi trả tiền lãi cố định và sẽ được thu hồi theo đúng mệnh giá khi đến ngày đáo hạn.
- Trái chủ ưu tiên đòi chi trả hơn trái chủ trái phiếu, cổ phiếu thường, trong trường hợp thanh lý công ty.
- Giá thị trường của trái phiếu chuyển đổi có khuynh hướng ổn định hơn trong thời kỳ thị trường đi xuống khi so với cổ phiếu thường.
- Giá thị trường của trái phiếu chuyển đổi có khuynh hướng tăng theo giá chứng khoán.

Ngoài những điểm lợi và bất lợi trên đây, cách tính giá chuyển đổi và tỷ lệ chuyển đổi cũng là điểm đáng chú ý của trái phiếu chuyển đổi.

Giá chuyển đổi (Conversion Price) : Là giá của cổ phiếu thường mà trái phiếu chuyển đổi lấy làm căn cứ trong việc chuyển đổi. Giá chuyển đổi được xác định bằng Mệnh giá của trái phiếu chuyển đổi chia cho tỷ lệ chuyển đổi. Ví dụ : Một trái phiếu chuyển đổi có mệnh giá 1 triệu đồng được quy định sẽ đổi thành 50 cổ phiếu thường, vậy giá chuyển đổi là : $1.000.000 / 50 = 200.000$ đ.

Tỷ lệ chuyển đổi (Conversion Ratio) : Là số cổ phiếu thường được chuyển đổi ra từ một trái phiếu. Tỷ lệ chuyển đổi được xác định bằng Mệnh giá của trái phiếu chuyển đổi chia cho giá chuyển đổi. Ví dụ : trái phiếu chuyển đổi của SSI có mệnh giá 100.000đ, quy định được chuyển đổi thành cổ phiếu thường của công ty với giá chuyển đổi bằng mệnh giá (10.000đ). Tỷ lệ chuyển đổi = $100.000đ / 10.000 = 10$. Có nghĩa là 1 trái phiếu đổi thành 10 cổ phiếu thường.

Trong thời gian gần đây trên TTCK Việt Nam một số nhà phát hành đã phát hành trái phiếu chuyển đổi thành công và được sự ủng hộ nồng nhiệt của giới đầu tư. Cụ thể :

- Tháng 12/2005, VCB phát hành trái phiếu kèm quyền chuyển đổi.
- Quý 4 năm 2006, ACB phát hành 1.650 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi. Năm 2007 tiếp tục phát hành thêm 1.350 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi.
- 30/11/2006, Cty chứng khoán Saigon phát hành trái phiếu chuyển đổi cho các cổ đông hiện hữu với tỷ lệ chuyển đổi là 10.

Trái phiếu có thể chuộc lại (Callable Bonds) : Trái phiếu này có kèm điều khoản được công ty chuộc lại sau một thời gian với giá chuộc lại thường cao hơn mệnh giá. Nhà đầu tư có thể chọn lựa để chấp nhận sự chuộc lại của công ty hay không. Trái phiếu chuộc lại được công ty phát hành ra bởi một số các lý do như sau :

- Khi công ty gặp khó khăn về tài chính hoặc cần huy động vốn nhanh cho các dự án đầu tư, công ty có thể phát hành trái phiếu với lãi suất hơi cao hơn mức lãi suất phù hợp với mức độ tín nhiệm của công ty. Trong trường hợp này,

công ty dự trù sẽ thu hồi vốn và lãi phát sinh sau một thời gian, nên đưa ra điều khoản chuộc lại trái phiếu trước kỳ đáo hạn để tránh cho công ty gánh nặng phải trả lãi quá cao.

- Với tính chu kỳ của nền kinh tế, công ty có thể dự đoán trước được lãi suất thị trường sẽ giảm đi sau một thời gian. Vì thế hiện nay công ty phát hành trái phiếu với lãi suất tương đối cao, nên kèm theo điều khoản chuộc lại trái phiếu, lúc đó lãi suất thị trường đã giảm đi, điều này tránh cho công ty thiệt hại về chi phí trả lãi quá cao.

Trái phiếu có lãi suất ổn định (Straight Bonds) : Là loại trái phiếu truyền thống được phát hành phổ biến ở tất cả các TTCK trên thế giới. Với đặc điểm trả lãi suất ổn định và định kỳ thường 6 tháng hay 1 năm một lần, nó ràng buộc doanh nghiệp nghĩa vụ phải trả lãi trong suốt thời gian lưu hành trái phiếu.

Trái phiếu có lãi suất thả nổi (Floating Rate Bonds) : Là loại trái phiếu mà lãi suất của nó được điều chỉnh theo sự thay đổi của lãi suất thị trường. Đặc điểm này đã đảm bảo được quyền lợi của nhà đầu tư cũng như của doanh nghiệp khi thị trường tài chính tiền tệ không ổn định. Thông thường cứ 6 tháng một lần, căn cứ vào lãi suất tiền gửi ngắn hạn của ngân hàng lại điều chỉnh lãi suất trái phiếu cho phù hợp. Ví dụ điển hình về trái phiếu thả nổi ở Việt Nam là trái phiếu thả nổi của Petrovietnam. Trước khi phát hành, Petrovietnam đã xin phép và được sự đồng ý của Bộ Tài chính cho phép phát hành trái phiếu dầu khí, với những thông tin liên quan đến đợt phát hành được công bố như sau :

- Tổ chức phát hành : Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam (Petrovietnam).
- Tên trái phiếu : Trái phiếu Dầu khí Việt Nam.

- Loại tiền phát hành : Việt Nam đồng (VNĐ).
- Loại mệnh giá : Trái phiếu dầu khí phát hành nhiều loại mệnh giá khác nhau, trong đó trái phiếu vô danh và ghi danh có các loại mệnh giá 1 triệu, 2 triệu, 5 triệu, 10 triệu và 50 triệu đồng. Ngoài ra, công ty còn phát hành trái phiếu ghi sổ có mệnh giá quy tròn đến hàng triệu và có mệnh giá từ 50 triệu trở lên.
- Đối tượng mua trái phiếu : Đối tượng tham gia mua trái phiếu dầu khí rất rộng rãi bao gồm người Việt Nam trong nước, kiều bào ở nước ngoài, và người nước ngoài đang sinh sống và làm việc ở Việt Nam. ngoài các đối tượng cá nhân nêu trên, các pháp nhân như các doanh nghiệp thuộc mọi lĩnh vực và thành phần kinh tế, các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài hoạt động theo Luật Đầu tư nước ngoài của Việt Nam cũng được tham gia mua trái phiếu dầu khí.
- Thời gian phát hành trái phiếu : Ngày phát hành trái phiếu là ngày 03/09/2003 và thời gian bán trái phiếu kéo dài 60 ngày.
- Ngày thanh toán trái phiếu : Ngày đáo hạn thanh toán trái phiếu là ngày 03/09/2008. đến ngày đáo hạn, người sở hữu trái phiếu đến thanh toán tại Văn phòng giao dịch của Công ty Tài chính Dầu khí. Riêng đối với trái phiếu ghi danh dưới hình thức ghi sổ, khách hàng phải đến nơi phát hành trái phiếu để thanh toán. Trường hợp ngày thanh toán trùng với ngày nghỉ, ngày lễ thì sẽ được thanh toán vào ngày làm việc tiếp theo. Trường hợp khách hàng đến thanh toán sau ngày 3/9/2008 thì số tiền gốc chưa lĩnh sẽ được hưởng lãi suất theo lãi suất tiền gửi không kỳ hạn của Ngân hàng Công thương Việt Nam xác định

tại thời điểm đáo hạn trái phiếu và áp dụng cho số ngày tính từ thời điểm đáo hạn đến thời điểm khách hàng đến thanh toán.

- Sau 2 năm, người mua trái phiếu có quyền thanh toán trước hạn theo nguyên tắc đảm bảo lợi ích cho người sở hữu trái phiếu bằng cách trả nguyên gốc (mệnh giá) và lãi theo quy định sau : nếu chưa tròn năm thì mức lãi suất mà khách hàng được hưởng bằng với mức lãi suất tiết kiệm thời hạn tương ứng của Ngân hàng Công thương Việt Nam. Cụ thể nếu thời gian nắm giữ nhỏ hơn 1 tháng thì áp dụng lãi suất không kỳ hạn, từ 1 đến 3 tháng áp dụng lãi suất tiết kiệm 1 tháng, từ 3 đến 6 tháng áp dụng lãi suất tiết kiệm 3 tháng, từ 6 đến dưới 12 tháng áp dụng lãi suất tiết kiệm 6 tháng, nếu tròn 12 tháng thì được hưởng nguyên mức lãi suất của trái phiếu đã được công bố.
- Lãi suất trái phiếu dầu khí là lãi suất thả nổi với năm đầu ấn định ở mức 8,7%/năm, những năm sau áp dụng lãi suất thả nổi bằng bình quân lãi suất huy động tiết kiệm 12 tháng của 4 ngân hàng thương mại quốc doanh cộng (+) 0,5%/năm.
- Phương thức trả lãi áp dụng theo định kỳ hàng năm. Lãi suất trái phiếu dầu khí từng năm sẽ do Công ty Tài chính Dầu khí công bố vào ngày 25/08 hàng năm. Tiền lãi hàng năm nếu khách hàng chưa đến lĩnh sẽ được giữ hộ và được hưởng lãi suất tiết kiệm không kỳ hạn. Mức lãi suất tiết kiệm không kỳ hạn này được xác định bằng lãi suất không kỳ hạn của Ngân hàng Công thương Việt Nam lấy tại thời điểm ngày 3/9/2004 và áp dụng cho cả 5 tem lĩnh lãi chưa thanh toán tính từ ngày đến hạn thanh toán đến thời điểm lĩnh.

- Bảo lãnh thanh toán trái phiếu : Ngân hàng Đầu tư Phát triển Việt Nam.

Trái phiếu chiết khấu (Zero Coupon Bonds) : Là loại trái phiếu không trả lãi định kỳ. Căn cứ vào lãi suất thị trường lúc phát hành để định ra giá của trái phiếu, giá này rất thấp so với mệnh giá gọi là giá chiết khấu, nhưng khi đáo hạn trái chủ lại được hoàn lại vốn gốc bằng với mệnh giá của trái phiếu.

Trái phiếu quốc tế (Foreign Bonds) : Là giấy nợ được Chính phủ hoặc doanh nghiệp phát hành ra trên thị trường vốn quốc tế để huy động vốn đầu tư bằng ngoại tệ. Tháng 10/2005, Chính phủ Việt Nam lần đầu tiên phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế để huy động vốn.

Có tới 255 nhà đầu tư lớn mua trái phiếu của Chính phủ Việt Nam (so với 150 nhà đầu tư mua trái phiếu của Chính phủ Indonesia đầu tháng 10/2005). Tổng số lượng nhu cầu các nhà đầu tư đặt mua lên tới 4,5 tỷ USD, gấp 6 lần lượng trái phiếu Chính phủ Việt Nam phát hành, chúng ta đã phải chia ra bán cho các nhà đầu tư và phần lớn chỉ đáp ứng 20% nhu cầu đặt mua, thậm chí có nhà đầu tư đặt mua nhưng không thể bán.

Ngay ngày đầu tiên tại Hong Kong (19/10/2005), số lượng các nhà đầu tư đặt mua khoảng 1 tỷ USD, gấp hai lần số lượng trái phiếu Chính phủ Việt Nam định phát hành (đề án phát hành trái phiếu quốc tế dự kiến trước mắt sẽ huy động 500 triệu USD đến 700 triệu USD). Đến ngày 26/10/2005, sau khi Chính phủ quyết định tăng khối lượng phát hành thêm 250 triệu USD (tổng phát hành 750 triệu USD), số lượng các nhà đầu tư đặt mua đã tăng lên tới gấp 3 lần từ mức 1 tỷ USD lên 3 tỷ USD. Ngày 29/10/2005 là ngày định giá trái phiếu Chính phủ Việt Nam trên thị trường tài chính thế giới thì số lượng các nhà đầu tư lên tới 4,5 tỷ USD. Tất cả các nhà đầu tư quan trọng, có uy tín lớn trên

thị trường tài chính thế giới từ Châu Á, Châu Âu và Châu Mỹ đều quan tâm tham gia đặt mua trái phiếu Chính phủ Việt Nam với số lượng lớn.

Đặc biệt lần này có một số Ngân hàng Trung ương và các tổ chức đầu tư của Chính phủ các nước trong khu vực Châu Á đặt mua tới 50 – 100 triệu USD. Trong đó có Ngân hàng Dự trữ Quốc gia Malaysia tính đến nay chưa từng mua trái phiếu Chính phủ của quốc gia nào thì nay đã đặt mua trái phiếu Chính phủ Việt Nam.

Sở dĩ trái phiếu Chính phủ Việt Nam thu hút sự quan tâm đặc biệt với nhiều nhà đầu tư là do :

- Sự đánh giá cao của các nhà đầu tư về nỗ lực của Chính phủ Việt Nam trong việc duy trì một nền chính trị xã hội ổn định, cùng với sự tăng trưởng liên tục của nền kinh tế nước ta trong nhiều năm qua. Cũng theo công ty Merrill Lynch (Mỹ), một trong những công ty tư vấn và quản lý tài chính hàng đầu thế giới, cho rằng các nhà đầu tư quốc tế nên đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam vì Việt Nam là một trong số những nền kinh tế phát triển nhanh nhất Châu Á trong những năm gần đây vì đã đẩy mạnh chính sách cải cách nền kinh tế, cụ thể là chương trình tái cấu trúc các doanh nghiệp Nhà nước và cổ phần hóa.
- Lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam phát hành rất có hiệu quả, mặc dù thấp hơn lãi suất của các nước trong khu vực có cùng mức hệ số tín nhiệm. Lãi suất trái phiếu loại 10 năm của Việt Nam thực trả là 7,125%/năm. Trong khi đó mức lãi suất của trái phiếu Chính phủ Indonesia loại 10 năm giao dịch ở mức 7,8%/năm.

Với việc huy động vốn trên thị trường quốc tế của Chính phủ Việt Nam thành công đã mở ra một hướng đi mới có tính đột phá trong việc huy động vốn đầu tư nước ngoài cho nhiều doanh nghiệp Việt Nam như Tổng công ty Điện lực Việt Nam, Tổng công ty Dầu khí Việt Nam...

3.5. Lợi tức và rủi ro của trái phiếu :

Lợi tức trái phiếu là thu nhập nhà đầu tư nhận được từ trái phiếu. Nhà đầu tư mua trái phiếu được hưởng lợi tức từ các nguồn sau :

- *Tiền lãi định kỳ*, thường được trả hàng năm hoặc nửa năm một lần. Số tiền lãi này được tính trên cơ sở lãi suất ghi trên trái phiếu (Coupon interest rate) được quy định trước nhân với mệnh giá trái phiếu, theo công thức : $C = F \times c\%$. Ví dụ : Trái phiếu mệnh giá 1 triệu đồng, lãi suất 9%, vậy hàng năm trái chủ nhận được số tiền lãi là : $C = 9\% \times 1.000.000 = 90.000 \text{ đ}$
- *Lợi vốn (Chênh lệch giá)* : Là phần chênh lệch giữa giá bán và giá mua trái phiếu. Với loại trái phiếu có tính thanh khoản cao, nhà đầu tư sẽ bán trái phiếu khi giá trái phiếu tăng lên và được hưởng chênh lệch giá.
- *Lợi tức từ tái đầu tư lãi* : Trong trường hợp nhà đầu tư lãnh tiền lãi định kỳ và tái đầu tư ngay, tiền lãi này sẽ sinh ra lãi gọi là lãi tái đầu tư. Như vậy, sau một số năm nắm giữ trái phiếu, số tiền lãi coupon được tái đầu tư sẽ mang lại cho trái chủ một khoản lợi tức tiềm năng bao gồm lãi coupon và lãi tái đầu tư.

Trên thị trường chứng khoán, trái phiếu được đánh giá là loại hàng hóa ít rủi ro nhất. Tuy nhiên, đầu tư vào trái phiếu vẫn có rủi ro, mặc dù mức độ là ít hơn so với rủi ro cổ phiếu.

Sau đây là một số rủi ro điển hình có thể xảy ra đối với trái phiếu.

- *Rủi ro lãi suất* : Giá của một trái phiếu sẽ thay đổi ngược chiều với sự thay đổi của lãi suất, khi lãi suất tăng thì giá trái phiếu sẽ giảm; khi lãi suất giảm thì giá trái phiếu sẽ tăng.
- *Rủi ro tái đầu tư* : Giả định rằng các dòng tiền nhận được từ trái phiếu được tái đầu tư. Khoản thu nhập bổ sung từ việc tái đầu tư đó còn được gọi là lãi của lãi, phụ thuộc vào mức lãi suất hiện hành tại thời điểm tái đầu tư, cũng như vào chiến lược tái đầu tư. Đó là rủi ro khi lãi suất để tái đầu tư các dòng tiền giữa kỳ bị giảm xuống. Rủi ro này sẽ lớn hơn đối với những thời kỳ nắm giữ dài hơn. Cần lưu ý rằng, rủi ro lãi suất và rủi ro tái đầu tư có những hiệu ứng triệt tiêu nhau. Rủi ro lãi suất là rủi ro lãi suất tăng làm giảm giá trái phiếu còn rủi ro tái đầu tư là rủi ro lãi suất giảm.
- *Rủi ro thanh toán* : Rủi ro thanh toán còn gọi là rủi ro tín dụng hay rủi ro trả nợ, là rủi ro mà người phát hành một trái phiếu có thể vỡ nợ, tức là mất khả năng thanh toán đúng hạn các khoản lãi và gốc của đợt phát hành. Trái phiếu Chính phủ được coi là không có rủi ro thanh toán, trong khi trái phiếu công ty khác nhau sẽ có mức độ rủi ro khác nhau. Rủi ro thanh toán được xác định bằng mức xếp hạng chất lượng do các công ty xếp hạng tín nhiệm ấn định. Tuy nhiên, mức xếp hạng tín nhiệm có thể thay đổi sau khi công ty phát hành, hay nói khác đi là rủi ro thanh toán có thể thay đổi nhanh hơn sự đánh giá của các tổ chức đánh giá chuyên nghiệp.
- *Rủi ro lạm phát* : Rủi ro lạm phát, còn gọi là rủi ro sức mua, phát sinh do sự biến đổi trong giá trị của các dòng

tiền mà một chứng khoán đem lại, do lạm phát được đo lường bằng sức mua. Ví dụ : nếu nhà đầu tư mua một trái phiếu có lãi suất coupon là 7% nhưng tỷ lệ lạm phát là 8% thì sức mua của dòng tiền này thực sự đã giảm sút. Trái phiếu có lãi suất thả nổi có rủi ro lạm phát ở mức thấp hơn, bởi vì việc thả nổi lãi suất đã làm triệt tiêu rủi ro về lãi suất do trong tình trạng lạm phát lãi suất thường có khuynh hướng tăng cao. Mức độ rủi ro ở trái phiếu này chỉ xảy ra ở việc lạm phát làm xói mòn dần giá trị của trái phiếu.

- *Rủi ro tỷ giá hối đoái* : Đối với trái phiếu được ghi giá mua bằng ngoại tệ, nhưng khi đáo hạn lại thanh toán bằng Việt Nam đồng, mà đồng Việt Nam lại giảm giá so với đôla Mỹ, thì người đầu tư sẽ nhận được ít đôla Mỹ hơn. Đó là rủi ro tỷ giá. Trong trường hợp ngược lại, đồng Việt Nam tăng giá so với đôla Mỹ, thì người đầu tư sẽ có lợi.
- *Rủi ro thanh khoản* : Rủi ro thanh khoản tùy thuộc vào việc trái phiếu có dễ dàng được bán theo giá trị hay gần với giá trị không. Thước đo chủ yếu đối với tính thanh khoản là độ lớn khoảng cách giữa giá hỏi mua và giá chào bán trái phiếu mà nhà giao dịch yết lên. Nếu người đầu tư dự định nắm giữ trái phiếu cho tới khi đáo hạn thì rủi ro này không quan trọng lắm.

36. Các yếu tố ảnh hưởng giá trái phiếu :

Nói chung, giá thị trường của bất cứ loại chứng khoán nào cũng phụ thuộc vào cung và cầu, vì thế khi muốn biết điều gì quyết định giá trái phiếu, chúng ta chỉ cần tìm hiểu yếu tố nào đứng sau cung và cầu.

3.6.1. Khả năng tài chính của người cung cấp trái phiếu :

Cung cấp trái phiếu là một chức năng của người đi vay nhằm giải quyết vấn đề vốn. *Do đó*, nhà đầu tư rất quan tâm đến khả năng thanh toán lãi và vốn gốc của người cung cấp trái phiếu. Nếu có những biến động bất lợi về khả năng tài chính của chủ thể phát hành, thì lập tức giá trái phiếu đó sẽ tụt giảm trên TTCK. Mặc dù lãi suất trái phiếu có vẻ hứa hẹn nhưng độ rủi ro hàm chứa lại cao hơn.

3.6.2. Thời gian đáo hạn :

Một trái phiếu có thời hạn đáo hạn càng gần thì giá của nó càng tăng trên thị trường bởi vì độ rủi ro càng thấp. Ví dụ 1 trái phiếu sẽ được thanh toán theo đúng mệnh giá vào cuối năm thứ 10 kể từ ngày phát hành, nếu không có biến động xấu về khả năng tài chính của đơn vị phát hành và lãi suất thị trường bình ổn, thì giá trái phiếu kể từ năm thứ 5 trở đi sẽ có khuynh hướng càng cao so với giá các năm đầu tiên. Trên thực tế người ta gọi hiện tượng này là *kéo giá tới thời hạn*.

3.6.3. Dự kiến về lạm phát :

Nếu lạm phát dự kiến tăng thì các chứng khoán có lãi cố định trả theo lãi suất công bố chỉ được thanh toán theo lãi suất danh nghĩa, và như vậy, sẽ kém hấp dẫn hơn các tài sản khác có khả năng loại trừ yếu tố lạm phát. *Điều này dẫn đến kết quả* là giá thị trường của các chứng khoán có lãi suất cố định bị giảm và điều này cũng buộc phải tăng lãi cho các chứng khoán đó, phần lãi tăng này sẽ đền bù cho thiệt hại của những người giữ trái phiếu trong tương lai bị ảnh hưởng của lạm phát. Sự vận động của giá trái phiếu với các thời hạn khác nhau sẽ vẽ nên một phác thảo về thị trường trái phiếu và khả năng diễn biến của lạm phát.

3.6.4. Biến động lãi suất thị trường :

Lãi suất thị trường là một yếu tố cực kỳ quan trọng trong việc định giá của các chứng khoán có lãi suất cố định. Nếu lãi suất bắt đầu tăng thì lợi tức đối với các trái phiếu đang tồn tại chắc chắn thay đổi. Trong trường hợp này, vốn sẽ chảy vào thị trường nào hứa hẹn lợi nhuận cao hơn. Như vậy giá của trái phiếu có lợi tức cố định sẽ giảm. Nhìn ở khía cạnh khác, nếu giá trái phiếu giảm do người ta dự đoán lạm phát tăng, thì việc tăng lãi suất (chính việc này làm giảm giá trái phiếu) có thể được coi là dấu hiệu của Chính phủ quyết định đẩy lùi lạm phát. Ảnh hưởng tiêu cực của việc tăng lãi suất được đền bù bởi tác động tích cực của triển vọng lạm phát được cải thiện.

3.6.5. Thay đổi tỷ giá hối đoái :

Yếu tố này ảnh hưởng đến các loại trái phiếu được thanh toán bằng nội tệ hoặc bằng đồng ngoại tệ. Ví dụ đồng dollar Mỹ có giá trị tăng cao hơn so với đồng bảng Anh thì sẽ làm tăng giá trị của loại trái phiếu được thanh toán bằng dollar Mỹ.

4. CHỨNG KHOÁN VỐN HAY CỔ PHIẾU (STOCKS)

Công ty cổ phần là một loại hình doanh nghiệp đặc biệt, vốn của nó được hình thành từ sự góp vốn của rất nhiều người. Khi mới thành lập, công ty cổ phần chia vốn điều lệ thành những phần nhỏ bằng nhau, mỗi phần vốn là một cổ phần (Share), người góp vốn vào công ty qua việc mua cổ phần gọi là cổ đông (Shareholder), cổ đông nhận một giấy chứng nhận sở hữu cổ phần gọi là cổ phiếu (Stock). Tùy thuộc vào trách nhiệm và quyền hạn của cổ đông đối với công ty cổ phần mà cổ phiếu chia thành hai loại : cổ phiếu thường hay còn gọi là cổ phiếu phổ thông (Common Stock) và cổ phiếu ưu đãi (Preferred Stock).

4.1. Cổ phiếu thường (Common Stock) :

Cổ phiếu thường là giấy chứng nhận sở hữu cổ phần thường, nó xác nhận quyền sở hữu của cổ đông, đối với công ty cổ phần. Người mua cổ phiếu thường trở thành cổ đông thường hay cổ đông phổ thông. Cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường là một trong những người chủ doanh nghiệp nên là người trực tiếp thụ hưởng kết quả sản xuất kinh doanh cũng như chịu rủi ro trong kinh doanh. Cổ phiếu thường có những đặc điểm như mô tả dưới đây.

4.1.1. Đặc điểm :

- Cổ phiếu là chứng nhận góp vốn, do đó, không có kỳ hạn và không được hoàn lại vốn.
- Cổ tức của cổ phiếu thường tùy thuộc vào kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, do đó không cố định. Khi doanh nghiệp làm ăn phát đạt cổ đông cũng được hưởng lợi nhuận cao hơn nhiều so với các loại chứng khoán khác có lãi suất cố định. Nhưng ngược lại, cổ tức có thể rất thấp hoặc hoàn toàn không có khi công ty làm ăn thua lỗ.
- Khi công ty bị phá sản, cổ đông thường là người cuối cùng được hưởng giá trị còn lại của tài sản thanh lý.
- Giá cổ phiếu biến động rất nhanh nhạy, đặc biệt là trên thị trường thứ cấp, do nhiều yếu tố nhưng yếu tố cơ bản nhất là hiệu quả kinh doanh và giá trị thị trường của công ty.

4.1.2. Điều kiện phát hành :

Theo quy định hiện hành, các công ty cổ phần muốn phát hành cổ phiếu ra công chúng phải hội đủ những điều kiện sau :

- Là công ty cổ phần có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký phát hành cổ phiếu tối thiểu 10 tỷ đồng Việt Nam.
- Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký phát hành phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán cổ phiếu.
- Có phương án phát hành và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán được Đại hội đồng cổ đông thông qua.

4.1.3. Trách nhiệm và quyền lợi của cổ đông thường :

Trách nhiệm – Cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường của công ty cổ phần đại chúng (public company) chịu trách nhiệm hữu hạn theo phần vốn góp của mình trên hai mặt :

- *Thứ nhất*, phần vốn góp xem như góp vĩnh viễn không được rút lại. Lúc cần lấy lại vốn, họ có quyền chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần trên thị trường bằng cách bán cổ phiếu cho một nhà đầu tư khác.
- *Thứ hai*, trách nhiệm của cổ đông đối với việc làm ăn thua lỗ hay tình trạng phá sản của công ty chỉ giới hạn trong phần vốn góp ghi trên cổ phiếu. Nếu công ty làm ăn không hiệu quả xem như họ mất phần vốn đã được bỏ ra để mua cổ phiếu.

Quyền lợi – Là một trong những người chủ công ty, những cổ đông có những quyền lợi như sau :

- *Quyền có thu nhập* : Cổ đông thường được hưởng phần lợi nhuận tương ứng với số cổ phiếu sở hữu gọi là cổ tức (dividend) từ kết quả của hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Khác với trái chủ, việc công ty không có khả

năng trả cổ tức cho cổ đông, cổ đông không có quyền đưa Ban lãnh đạo của công ty ra trước pháp luật. Nhưng đầu sao việc mất khả năng chi trả cổ tức cũng ảnh hưởng lớn đến giá trị cổ phiếu công ty trên thị trường.

- *Quyền được chia tài sản thanh lý* : Trong trường hợp rủi ro, công ty bị giải thể, cổ đông cũng được chia phần những giá trị tài sản khi thanh lý, nhưng là người cuối cùng được hưởng giá trị tài sản còn lại khi thanh lý.
- *Quyền bỏ phiếu* : Cổ đông phổ thông có quyền bỏ phiếu bầu và ứng cử vào các chức vụ quản lý trong công ty, có quyền tham gia các đại hội cổ đông và bỏ phiếu quyết định các vấn đề quan trọng của công ty. Nếu không tham dự được, cổ đông thường có thể ủy quyền cho người khác thay mặt họ biểu quyết, theo chỉ thị của họ hoặc tùy ý người được ủy quyền. Tùy theo quy định, mỗi cổ đông có thể được bỏ phiếu tối đa cho mỗi ứng cử viên bằng số cổ phiếu nắm giữ, hoặc được dồn toàn bộ số phiếu có thể chi phối (bằng tổng số phiếu nhân (x) với số ứng cử viên) để bầu cho một (hoặc hơn) ứng cử viên. Cách thứ hai có lợi cho các cổ đông nhỏ vì tuy có ít phiếu bầu nhưng họ lại có thể tập trung phiếu để tăng thêm giá trị quyền bỏ phiếu của mình.
- *Quyền mua cổ phiếu mới* : Khi công ty phát hành một đợt cổ phiếu mới để tăng vốn, các cổ đông hiện đang nắm giữ cổ phiếu phổ thông có quyền được mua trước cổ phiếu mới, trước khi đợt phát hành được chào bán ra công chúng, trong một thời hạn 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 sẽ được quy định cụ thể trong từng đợt chào bán, cùng với giá mua, thời hạn của quyền mua và ngày phát hành cổ phiếu mới. Cổ phiếu bán theo quyền thường có mức giá thấp hơn so với giá thị trường hiện hành. Khi cổ đông thực hiện quyền, công ty sẽ huy động được thêm vốn. Nếu cổ đông không muốn thực hiện quyền thì họ có thể bán quyền trên thị trường.

4.1.4. Các loại giá cổ phiếu :

Mệnh giá (par-value) : Giá trị ghi trên giấy chứng nhận cổ phiếu là mệnh giá của cổ phiếu. Mệnh giá của mỗi cổ phiếu chỉ có giá trị danh nghĩa, thậm chí ở Mỹ người ta còn phát hành cổ phiếu không có mệnh giá (no par-value stocks), bởi vì đối với cổ phiếu mệnh giá ít có ý nghĩa kinh tế. Thông thường khi công ty mới thành lập, mệnh giá cổ phiếu được tính như sau :

$$\text{Mệnh giá CP mới phát hành} = \frac{\text{Vốn điều lệ của Công ty cổ phần}}{\text{Tổng số cổ phần đăng ký phát hành}}$$

Vi dụ : Năm 2000, công ty cổ phần A thành lập với vốn điều lệ 30 tỷ đồng, số cổ phần đăng ký phát hành là 3.000.000. Ta có mệnh giá mỗi cổ phiếu bằng 30 tỷ đồng chia cho 3.000.000 = 10.000đ/cổ phiếu.

Nhưng theo thời gian, công ty càng ngày càng phát triển, giá trị thực của cổ phiếu cũng như giá bán của cổ phiếu trên thị trường thoát ly càng lúc càng xa mệnh giá cổ phiếu, và hơn thế nữa, cái mà nhà đầu tư quan tâm khi bỏ tiền ra mua cổ phiếu đó là cổ tức công ty, yếu tố cấu thành nên giá trị thực của cổ phiếu. Do đó, mệnh giá cổ phiếu chỉ có giá trị danh nghĩa.

Thư giá (Book value) : Giá cổ phiếu ghi trên sổ sách kế toán phản ánh tình trạng vốn cổ phần của công ty ở một thời điểm nhất định. *Cũng theo ví dụ trên*, năm 2003 công ty A quyết định tăng thêm vốn bằng cách phát hành thêm 1.000.000 CP, mệnh giá mỗi cổ phiếu vẫn là 10.000đ, nhưng giá bán cổ phiếu trên thị trường là 25.000đ. *Biết rằng* quỹ tích lũy dùng cho đầu tư còn lại tính đến cuối năm 2003 là 10 tỷ đồng. Trên sổ sách kế toán ngày 31/12/2003 như sau :

- Vốn cổ phần

$$\begin{aligned} \text{Vốn cổ phần theo mệnh giá} &= 4 \text{ triệu} \times 10.000 \\ &= 40 \text{ tỷ đồng} \end{aligned}$$

$$\text{Vốn thặng dư} = (25.000 - 10.000) \times 1 \text{ triệu} = 15 \text{ tỷ đồng}$$

$$\text{Quỹ tích lũy} = 10 \text{ tỷ đồng}$$

$$\text{Tổng số vốn cổ phần} = 65 \text{ tỷ đồng}$$

- Thư giá cổ phiếu = 65 tỷ đồng / 4 triệu = 16.250 đồng

Giá trị lý thuyết (Intrinsic value) : Là giá trị tính toán của cổ phiếu ở thời điểm hiện tại, xác định căn cứ vào cơ tức công ty, triển vọng phát triển công ty và lãi suất thị trường. *Đây là* căn cứ quan trọng cho nhà đầu tư khi quyết định đầu tư vào cổ phiếu. *Sau khi* xác định được giá trị lý thuyết của cổ phiếu, nhà đầu tư có thể so sánh với giá của thị trường và chọn lựa phương án đầu tư có hiệu quả nhất. *Tại điểm cân bằng giữa cung và cầu*, giá trị lý thuyết của cổ phiếu là giá cả hợp lý của cổ phiếu được nhà đầu tư chấp thuận.

Thị giá (Market value) : Là giá cả cổ phiếu trên thị trường tại một thời điểm nhất định. *Tùy theo* quan hệ cung cầu mà thị giá có thể thấp hơn, cao hơn hoặc bằng giá trị lý thuyết của nó tại thời điểm mua bán. Quan hệ cung cầu cổ phiếu, *đem lượt* nó lại

chịu tác động của nhiều yếu tố kinh tế, chính trị, xã hội... trong đó yếu tố quan trọng nhất là giá thị trường của công ty và khả năng sinh lợi của nó.

4.1.5. Các loại cổ phiếu thường :

Phần lớn cổ phiếu của các công ty cổ phần là cổ phiếu thường với những đặc điểm trên, nhưng đôi khi công ty cũng phát hành những loại cổ phiếu thường khác, với những đặc điểm riêng từ sự khác biệt liên quan đến quyền bầu cử hay quyền được hưởng cổ tức.

- *Cổ phiếu thường loại "A"* : Là loại cổ phiếu phát hành ra công chúng và được hưởng cổ tức nhưng không có quyền bầu cử. Do đó loại này có giá hơi thấp hơn loại cổ phiếu thường được bỏ phiếu.
- *Cổ phiếu thường loại "B"* : Thường được gọi là cổ phiếu sáng lập viên (founders' shares), có quyền bầu cử, nhưng chỉ được hưởng cổ tức khi khả năng sinh lợi của công ty đã đến một giai đoạn tăng trưởng nhất định.
- *Cổ phiếu thường có gộp lãi (accumulating ordinary shares)* : Người cầm loại cổ phiếu này sẽ không nhận cổ tức bằng tiền mặt mà sẽ được nhận cổ tức bằng một số cổ phiếu có giá trị tương đương mới phát hành mà không phải góp thêm vốn.

Ngoài ra, tùy theo đặc điểm của công ty mà còn có những loại cổ phiếu thường khác.

- *Cổ phiếu "thượng hạng" (Blue chip stocks)* : Đây là loại cổ phiếu hạng cao của các công ty lớn có lịch sử phát triển lâu đời, vững mạnh về khả năng sinh lợi và trả cổ tức. Các cổ phiếu thường của các công ty có một lịch sử tài chính tốt, ổn định và phát triển là loại cổ phiếu có giá trị cao trên thị trường.

- *Cổ phiếu tăng trưởng (Growth stocks)* : Cổ phiếu này được phát hành bởi công ty đang trên đà tăng trưởng nhanh. Công ty này quan tâm đến việc đầu tư cho mở rộng sản xuất, nghiên cứu chế tạo sản phẩm mới, nó thường giữ lại hầu hết tiền lời để dành vào việc đầu tư. *Do đó* trả cổ tức thường chỉ một phần nhỏ hoặc không trả cổ tức.
- *Cổ phiếu thu nhập (Income stocks)* : Đây là cổ phiếu mà cổ tức thường được trả cao hơn mức trung bình trên thị trường. Loại cổ phiếu này được những người hưu trí hoặc lớn tuổi ưa chuộng vì khả năng nhận thu nhập hiện tại cao hơn trung bình. *Hầu hết* các công ty công cộng phát hành loại này.
- *Cổ phiếu chu kỳ (Cyclical stocks)* : Là cổ phiếu của các công ty mà thu nhập của nó dao động theo chu kỳ kinh tế. Khi điều kiện kinh tế phát triển ổn định, công ty có thu nhập khá, tích lũy nhiều, giá cổ phiếu cũng tăng cao trên thị trường. *Ngược lại*, khi kinh tế gặp khó khăn, việc kinh doanh của công ty cũng giảm sút và giá cổ phiếu cũng giảm. Các ngành công nghiệp mang tính chu kỳ gồm ngành kỹ nghệ thép, xi măng, thiết bị máy và động cơ.
- *Cổ phiếu theo mùa (Seasonal stocks)* : Các công ty mà thu nhập tăng cao vào những mùa nhất định trong năm (nghỉ hè, đầu năm học, lễ giáng sinh, năm mới...) ảnh hưởng đến thu nhập của cổ phiếu, cũng tăng cao chi theo mùa kinh doanh. Giữa tình trạng kinh doanh của công ty và cổ phiếu của công ty tuy có mối liên hệ với nhau, nhưng nó lại phản ảnh những tính chất khác nhau.
- *Công ty tăng trưởng và cổ phiếu tăng trưởng* - Trong môi trường tài chính, công ty tăng trưởng là công ty đạt mức sinh lời cao hơn mức sinh lời mà người đầu tư đòi hỏi

(hay mức thu nhập kỳ vọng) khi đầu tư vào công ty đó. Cổ phiếu tăng trưởng không nhất thiết là cổ phiếu của công ty tăng trưởng. Cổ phiếu tăng trưởng là cổ phiếu cho lợi tức đầu tư cao hơn các cổ phiếu khác có cùng đặc điểm rủi ro trên thị trường. *Sở dĩ* cổ phiếu này đạt được lợi tức đầu tư cao hơn tại một thời điểm nào đó là do thị trường chưa có đầy đủ thông tin về cổ phiếu này, *do đó*, nó định giá cổ phiếu này thấp hơn các cổ phiếu khác. Đây là một đặc điểm của một thị trường không hoàn hảo. Nếu cổ phiếu được định giá thấp thì giá đó sẽ dần được nâng lên cho phù hợp với giá trị thực của nó một khi các thông tin về nó được người đầu tư biết đến. *Trong giai đoạn điều chỉnh giá này*, lợi tức đầu tư vào cổ phiếu này sẽ cao hơn. Khi đó cổ phiếu này được coi là cổ phiếu tăng trưởng. *Đối với công ty tăng trưởng*, nếu giá cổ phiếu của nó tương xứng với mức độ rủi ro của công ty hoặc cao hơn thì cổ phiếu đó không được coi là cổ phiếu tăng trưởng.

- *Công ty thận trọng và cổ phiếu thận trọng* – Công ty thận trọng là công ty có nguồn thu nhập trong tương lai ổn định, không chịu ảnh hưởng nhiều trước biến động xấu của nền kinh tế. Loại công ty này thường có rủi ro kinh doanh thấp và rủi ro tài chính không quá cao. Cổ phiếu thận trọng là cổ phiếu của những công ty có hệ số beta thấp (beta là hệ số biến động của cổ phiếu trong tương quan với phần còn lại của thị trường chứng khoán). Cổ phiếu có hệ số beta thấp hơn sẽ có khả năng tăng và giảm giá chậm hơn so với thị trường, *ngược lại*, cổ phiếu có hệ số beta cao sẽ có biến động giá cao hơn mức thị trường nói chung. Một nhà đầu tư bảo thủ có mục đích chính là bảo toàn vốn sẽ tập trung vào các cổ phiếu có hệ số beta thấp, trong khi những nhà đầu cơ chấp nhận rủi ro cao để có được lợi nhuận lớn sẽ tìm kiếm các cổ phiếu có hệ

số beta cao. Lợi tức của những cổ phiếu này giảm ít hơn lợi tức thị trường khi thực trạng kinh tế vĩ mô thay đổi. Cổ phiếu thận trọng không nhất thiết là cổ phiếu của những công ty thận trọng. Bất cứ loại cổ phiếu nào có hệ số beta thấp đều được coi là cổ phiếu thận trọng.

- *Công ty chu kỳ và cổ phiếu chu kỳ* – Công ty chu kỳ là công ty mà doanh thu và lợi nhuận bị tác động bởi những thay đổi trong chu kỳ của nền kinh tế nói chung. Các công ty này hoạt động rất tốt trong nền kinh tế phát triển và hoạt động rất kém khi kinh tế suy thoái. Loại công ty này có độ rủi ro kinh doanh và tài chính rất lớn. Cổ phiếu chu kỳ là cổ phiếu có biến động lợi tức đầu tư cao hơn biến động của lợi tức chung trên thị trường. Đây là loại cổ phiếu có hệ số beta cao. *Tuy nhiên*, cổ phiếu chu kỳ chưa chắc đã là cổ phiếu của công ty chu kỳ. Cổ phiếu của bất kỳ công ty nào nếu có độ biến động lợi tức đầu tư cao hơn thị trường thì được coi là cổ phiếu chu kỳ.
- *Công ty đầu cơ và cổ phiếu đầu cơ* – Công ty đầu cơ là công ty có rủi ro tài chính rất lớn nhưng cũng có khả năng mang lại lợi nhuận cao. *Diễn hình* cho loại này là các công ty thăm dò dầu khí. Cổ phiếu đầu cơ là cổ phiếu có thể mang lại lợi tức đầu tư thấp hoặc âm với xác suất rất cao, còn khả năng mang lại lợi tức bình thường hoặc cao thì lại thấp. *Đây có thể là* cổ phiếu của công ty đầu cơ hoặc cổ phiếu của những công ty bị định giá quá cao. Nếu người đầu tư mua phải cổ phiếu định giá cao thì khi giá cổ phiếu đó được điều chỉnh về giá trị thực của nó, người đầu tư sẽ bị thua lỗ và như vậy lợi tức đầu tư là âm. Khả năng này thường xảy ra với các công ty tăng trưởng vì thị trường thường có xu hướng định giá cổ phiếu của chúng quá cao.

4.1.6. Cổ tức (Dividend) :

Cổ tức là tiền chia lời cho cổ đông trên mỗi cổ phiếu thường, căn cứ vào kết quả có thu nhập từ hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Cổ tức của cổ phiếu thường được trả sau khi đã trả cổ tức cố định cho cổ phiếu ưu đãi. Hàng năm Hội đồng quản trị công ty quyết định công bố có trả cổ tức hay không và chính sách phân chia cổ tức như thế nào. Cổ tức được công bố theo năm và được trả theo quý. Cổ tức trả cho mỗi cổ phần được xác định theo công thức sau :

$$\text{Cổ tức trên cổ phần} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng} - \text{Cổ tức CP ưu đãi} - \text{Trích lập quỹ tích lũy}}{\text{Số cổ phần thường đang lưu hành}}$$

4.1.7. Lợi tức và rủi ro :

Lợi tức của cổ phiếu : *Lợi tức của cổ phiếu* là toàn bộ thu nhập nhà đầu tư có được từ cổ phiếu. Nhà đầu tư mua cổ phiếu được hưởng lợi tức từ hai nguồn :

- *Cổ tức* : Là phần chia lời cho mỗi cổ phần (Dividend per share) được lấy ra từ lợi nhuận ròng sau thuế sau khi trả cổ tức ưu đãi và thu nhập giữ lại để trích quỹ. Như vậy cổ tức không được xác định trước mà phụ thuộc vào kết quả kinh doanh và chính sách chia cổ tức của công ty. Công ty có thể trả cổ tức bằng tiền hoặc bằng cổ phiếu.
- *Lợi vốn do chênh lệch giá (Capital gain yield)* : Phần lớn các nhà đầu tư với chiến lược kinh doanh ngắn hạn sẽ bán cổ phiếu ngay khi giá cổ phiếu tăng để kiếm lời chênh lệch giá.

Rủi ro : Rủi khi mua cổ phiếu nói chung bao gồm rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống. Trong đầu tư, những rủi ro do

các yếu tố nằm ngoài công ty, không kiểm soát được và có ảnh hưởng rộng rãi đến cả thị trường và tất cả mọi loại chứng khoán được gọi là *rủi ro hệ thống*. Ngược lại, những rủi ro do các yếu tố nội tại gây ra, nó có thể kiểm soát được và chỉ tác động đến một ngành hay tới một công ty, một hoặc một số chứng khoán, gọi là *rủi ro không hệ thống*.

Rủi ro hệ thống có thể bao gồm :

- *Rủi ro thị trường* : Rủi ro thị trường xuất hiện do có những phản ứng của các nhà đầu tư đối với những sự kiện hữu hình hay vô hình. Sự đánh giá rằng lợi nhuận của các công ty nói chung có xu hướng sụt giảm có thể là nguyên nhân làm cho phần lớn các loại cổ phiếu thường bị giảm giá. Các nhà đầu tư thường phản ứng dựa trên cơ sở các sự kiện thực tế xảy ra, hữu hình như các sự kiện kinh tế, chính trị, xã hội. Các sự kiện vô hình là các sự kiện nảy sinh do yếu tố tâm lý của thị trường. Rủi ro thị trường thường xuất phát từ những sự kiện hữu hình, nhưng do tâm lý không vững vàng của các nhà đầu tư nên họ hay có phản ứng vượt quá các sự kiện đó. Những sụt giảm đầu tiên của giá chứng khoán trên thị trường là nguyên nhân gây sợ hãi đối với các nhà đầu tư và họ sẽ cố gắng rút vốn bằng cách bán chứng khoán. Những phản ứng dây chuyền làm tăng vượt số lượng bán, giá cả chứng khoán sẽ rơi xuống thấp so với giá trị nội tại của chứng khoán.
- *Rủi ro lãi suất* : Các mức lãi suất trái phiếu Chính phủ các kỳ hạn khác nhau được dùng làm chuẩn để xác định lãi suất trái phiếu công ty có thời gian đáo hạn tương tự. Do vậy, những thay đổi trong lãi suất trái phiếu Chính phủ sẽ làm ảnh hưởng tới toàn bộ hệ thống chứng khoán, từ trái phiếu cho đến các loại cổ phiếu rủi ro nhất. Do lãi suất trái phiếu Chính phủ tăng, nó sẽ trở nên hấp dẫn

hơn và các loại chứng khoán khác sẽ bị kém hấp dẫn đi. *Hệ quả là*, những người mua trái phiếu sẽ mua trái phiếu Chính phủ thay vì trái phiếu công ty, giá của trái phiếu giảm cũng làm cho giá các loại cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi giảm xuống như một phản ứng dây chuyền.

- *Rủi ro sức mua* : Rủi ro sức mua là biến cố của sức mua của đồng tiền thu được. Rủi ro sức mua là tác động của lạm phát đối với khoản đầu tư. Khi một người mua cổ phiếu, anh ta đã bỏ mất cơ hội mua hàng hóa hay dịch vụ trong thời gian sở hữu cổ phiếu đó. Nếu trong khoảng thời gian nắm giữ cổ phiếu đó, giá cả hàng hóa dịch vụ tăng, các nhà đầu tư đã bị mất một phần sức mua. Yếu tố lạm phát (giảm phát) sẽ làm thay đổi mức lãi suất danh nghĩa và từ đó sẽ gây tác động tới giá cả chứng khoán.

Rủi ro không hệ thống là một phần trong tổng rủi ro gắn liền với một công ty hay một ngành công nghiệp cụ thể nào đó. Những yếu tố này có thể là khả năng quản lý, thị hiếu tiêu dùng, đình công và nhiều yếu tố khác là nguyên nhân gây ra sự thay đổi trong thu nhập từ cổ phiếu công ty. Sự không chắc chắn đối với khả năng thanh toán của công ty có thể là do môi trường của hoạt động kinh doanh và tình trạng tài chính của công ty. Những rủi ro này có thể gọi là rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

4.1.8. Sự dao động giá cổ phiếu :

Trên thực tế, giá thị trường của cổ phiếu sẽ dao động xung quanh thực giá nhưng trong phạm vi có giới hạn của một vùng dao động. Độ rộng của vùng dao động sẽ phụ thuộc vào mức chi phí giao dịch, chi phí giao dịch càng cao vùng dao động càng rộng.

Vai trò của các nhà buôn chứng khoán được coi là các thực thể tài chính trung gian – ở đây, là người lợi dụng sự lên xuống của giá cả cổ phiếu để mua bán nhằm đem lại lợi ích cho họ. Nhưng mặt khác họ lại là các thực thể tài chính nhằm đảm bảo cho giá cả chứng khoán không vượt quá giới hạn của vùng dao động – họ là công cụ điều tiết xuất sắc giá thị trường của cổ phiếu. Bởi vì ngay cả khi giá cổ phiếu vượt ra ngoài giới hạn, các nhà buôn chứng khoán phải lập tức hành động mua vào hoặc bán ra các cổ phiếu nhằm mục đích kiếm lợi nhuận, vô hình chung hành động đó sẽ khiến mối quan hệ cung cầu dần dần tự điều tiết để trở nên cân bằng và giá cổ phiếu dần trở lại trạng thái bình thường.

Nếu giá cổ phiếu rơi xuống giới hạn thấp, thì đối với các nhà buôn chứng khoán điều nên làm là mua hàng loạt các cổ phiếu, bởi lẽ cổ phiếu đã bị hạ giá so với giá trị lý thuyết của nó. Sau đó chờ cho giá thị trường tự điều chỉnh dần vào phạm vi bình thường của vùng dao động, tại thời điểm này, anh ta sẽ bán cổ phiếu và thu được lợi nhuận.

Nếu thị giá tăng đến phạm vi giới hạn trên, thì đây là lúc có lợi cho nhà buôn chứng khoán nếu anh ta bán đi các cổ phiếu với giá rất cao, thu lợi lớn, để rồi sau đó, chờ đến khi giá cổ phiếu hạ xuống thì lại mua vào chính các cổ phiếu đó.

4.1.9. Yếu tố ảnh hưởng giá cổ phiếu :

Nếu nhìn vào khía cạnh vật chất của doanh nghiệp chẳng hạn như máy móc thiết bị nhà xưởng, có thể đúng phần nào khi nói giá của cổ phiếu bằng tổng giá trị ròng ($\text{Net Worth} = \text{Assets} - \text{Liabilities}$) của tài sản doanh nghiệp chia cho số cổ phần.

Nhưng về mặt hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, tổng giá trị ròng chưa đủ để đo lường giá trị của cổ phiếu. Nói một cách có cơ sở hơn, yếu tố quan trọng nhất là số lợi nhuận kiếm

được trên việc đầu tư tiền tệ trong một năm, và đây chính là suất chia lời (dividend rate) của cổ phiếu.

Và như thế, câu hỏi bao nhiêu lợi nhuận kiếm được trên cổ phiếu sẽ trở nên một yếu tố quan trọng hàng đầu trong mối quan hệ cung cầu. Đây chính là yếu tố cơ bản phía sau việc hình thành nên giá cổ phiếu. Về cơ bản, giá cổ phiếu chính bằng phần chia lời trên cổ phiếu chia cho lãi suất.

Từ quan điểm giá cổ phần được xác định tại điểm cân bằng giữa cung và cầu, việc thay đổi cơ cấu cân bằng nảy sinh ra việc điều chỉnh giá cổ phiếu cho thích hợp với sự cân bằng mới và cứ như thế tiếp diễn : cân bằng – mất cân bằng – điều chỉnh và cân bằng...

Có nhiều cách để phân tích nguyên nhân gây ra sự dao động của giá cổ phiếu. Nhìn chung giá cổ phiếu dao động do ảnh hưởng của các nhóm yếu tố sau đây : Yếu tố kinh tế, yếu tố phi kinh tế, yếu tố thị trường.

- *Những yếu tố kinh tế.* Một yếu tố cơ sở cho việc xác định giá cổ phiếu là phần lãi chia cho cổ phần, và phần lãi chia này chịu ảnh hưởng trực tiếp và mạnh mẽ khả năng sinh lời của doanh nghiệp (enterprise's earning power). Đến lượt khả năng sinh lợi này bị ảnh hưởng to lớn bởi khuynh hướng thay đổi của nền kinh tế. Trên phương diện này, yếu tố cơ bản nhất gây ra sự dao động của giá cổ phiếu nằm trong sự thay đổi mức thu nhập của doanh nghiệp. Mức thu nhập này cùng với lãi suất thị trường và xu hướng kinh doanh, góp phần tạo nên những yếu tố kinh tế ảnh hưởng giá cổ phiếu.
- *Những yếu tố phi kinh tế.* Những yếu tố ảnh hưởng chính khác nữa là những yếu tố phi kinh tế bao gồm những thay đổi trong điều kiện chính trị như là chiến tranh hoặc thay

- đổi cơ cấu quản lý hành chính, thay đổi thời tiết hoặc những điều kiện thiên nhiên khác... Ngoài ra các thay đổi về điều kiện văn hóa, ví dụ như sự tiến bộ về khoa học kỹ thuật cũng ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.
- *Những yếu tố thị trường.* Những yếu tố thị trường hay yếu tố nội tại của thị trường bao gồm sự biến động thị trường và mối quan hệ cung - cầu, được coi như là nhóm yếu tố thứ ba ảnh hưởng giá chứng khoán. Sự thăng trầm của thị trường là hiện tượng của việc quá trớn trong việc ước đoán giá cổ phiếu, như trong trường hợp ước đoán giá cổ phiếu quá cao. Các chính sách về thị trường : sự thay đổi trong các chính sách về thị trường như thay đổi Luật chứng khoán, các quy định về điều kiện phát hành, niêm yết, chính sách thuế thu nhập đánh vào các nhà đầu tư kinh doanh chứng khoán, chính sách đối với nhà đầu tư nước ngoài. Ví dụ : Tháng 9/2005, khi Chính phủ Việt Nam mở room cho phép nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ từ 30% lên 49% vốn cổ phần của một công ty niêm yết đã làm cho giá cổ phiếu tăng mạnh.
 - *Yếu tố tâm lý "bầy đàn".* Thể hiện sự thiếu kiến thức và không vững vàng của các nhà đầu tư, đầu tư theo phong trào. Với phong trào giá lên, hầu hết giá các cổ phiếu đều lên, và ngược lại. Giá cổ phiếu biến động tăng giảm không phản ảnh tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty mà chủ yếu do yếu tố tâm lý.
 - *Các hành vi tiêu cực trên TTCK* như đầu cơ, mua bán nội gián, thông tin sai sự thật... cũng làm giá chứng khoán biến động một cách giả tạo.

Nói tóm lại, sự biến động giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi sự pha trộn nhiều yếu tố khác nhau, trong đó yếu tố cơ bản tập

trung nhất là khả năng sinh lợi của doanh nghiệp và triển vọng phát triển của nó.

4.2. Cổ phiếu ưu đãi (Preferred Stock) :

4.2.1. Khái niệm :

Cổ phiếu ưu đãi là một loại chứng khoán lai tạp có những đặc điểm vừa giống cổ phiếu thường, vừa giống trái phiếu. Đó là một giấy chứng nhận cổ đông được ưu tiên so với cổ đông thường về mặt tài chính nhưng bị hạn chế về quyền hạn đối với công ty góp vốn, như : người giữ cổ phiếu ưu đãi không được tham gia ứng cử bầu cử vào Hội đồng quản trị hoặc Ban kiểm soát công ty, nhưng lại được ưu tiên chia cổ tức trước cổ đông thường, ưu tiên được trả nợ trước cổ đông thường khi thanh lý tài sản trong trường hợp công ty bị phá sản.

4.2.2. Đặc điểm :

Cổ phiếu ưu đãi được xem là loại chứng khoán lai (hybrid) do vừa có một số đặc điểm giống cổ phiếu thường, vừa có một số đặc điểm giống trái phiếu.

Đặc điểm giống cổ phiếu thường : Cổ phiếu ưu đãi cũng là chứng khoán vốn không có kỳ hạn và không hoàn vốn. Người nắm giữ cổ phiếu ưu đãi cũng là cổ đông đồng sở hữu công ty. Người mua cổ phiếu ưu đãi được xem là cổ đông của công ty, do đó, phần vốn góp qua việc mua cổ phiếu là mua vĩnh viễn không được hoàn trả. Nhưng khi cần tiền họ có thể đem bán trên thị trường chứng khoán để lấy lại vốn góp bằng giá bán trên thị trường. Giá bán này tùy thuộc vào mệnh giá cổ phiếu, tỷ suất cổ tức và giá trị thị trường của công ty tại thời điểm bán.

Đặc điểm giống trái phiếu : Cổ phiếu ưu đãi giống trái phiếu ở chỗ có tức của cổ phiếu ưu đãi được ấn định theo một tỷ lệ cố

định trên mệnh giá. Ví dụ Công ty X có phát hành loại cổ phiếu ưu đãi mệnh giá \$100, với phần chia lãi cố định 8,5%/năm trên mệnh giá. Điều đó có nghĩa, hàng năm người cầm cổ phiếu ưu đãi được hưởng cổ tức \$8,5 trên một cổ phiếu. Tùy theo loại cổ phiếu ưu đãi mà cổ tức này sẽ được tính gộp hay không tính gộp lãi ở các năm công ty làm ăn không có lãi để trả lãi hay không trả đủ lãi.

Nhưng khác với trái phiếu, việc mất khả năng trả nợ cho trái chủ có thể dẫn đến tình trạng phá sản của một công ty thì việc mất khả năng chi trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi vài năm lại được xử lý theo kiểu dàn xếp nội bộ. Tùy theo loại cổ phiếu ưu đãi mà công ty có những khả năng ứng xử thích hợp : Có thể chuyển cổ đông này sang cổ đông thường hoặc gia tăng quyền hạn của cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi như quyền được tham gia bầu cử Hội đồng quản trị mới.

Việc trả cổ tức cho cổ đông ưu đãi là việc phân phối lợi nhuận trong nội bộ công ty, chính sách phân phối này linh hoạt và mềm dẻo tùy theo tình hình kinh doanh của công ty cổ tức này có thể trả đủ hay không trả đủ. Hơn nữa, phần cổ tức không trả đủ có bảo lưu hay không bảo lưu cũng tùy vào loại cổ phiếu ưu đãi.

4.2.3. Các loại cổ phiếu ưu đãi :

Cổ phiếu ưu đãi cũng có nhiều loại khác nhau. Dưới đây là một số loại cổ phiếu ưu đãi thường gặp.

Cổ phiếu ưu đãi tích lũy (Accumulative Preferred Stock) - Cũng là một loại cổ phiếu ưu đãi hưởng cổ tức theo lãi suất cố định, nhưng trong trường hợp công ty làm ăn không có lãi để trả cổ tức hoặc trả không đủ lãi cổ phần thì phần còn thiếu năm nay sẽ được tích lũy sang năm sau hay vài năm sau khi công ty có

đủ lợi nhuận để trả. Nếu nợ cổ tức tích lũy mãi đến lúc công ty có lãi sẽ dành ra phần lãi ưu tiên trả cho cổ phiếu ưu đãi trước khi trả cho cổ đông thường.

Cổ phiếu ưu đãi không tích lũy (Non Accumulative Preferred Stock)

– Khác với cổ phiếu ưu đãi tích lũy ở chỗ lãi cổ phần thiếu sẽ được bỏ qua và chỉ trả đủ cổ tức khi công ty làm ăn có lãi. Loại này vì có tính rủi ro hơn nên tỷ suất lợi nhuận yêu cầu cũng cao hơn.

Cổ phiếu ưu đãi tham dự chia phần (Participating Preferred Stock)

– Cổ đông của loại cổ phiếu này ngoài phần cổ tức được chia cố định, khi công ty làm ăn có lãi nhiều, sẽ được cùng với cổ đông thường tham dự vào phần chia số lợi nhuận còn lại sau khi công ty đã hoàn thành các nghĩa vụ đối với chủ nợ, đối với ngân sách Nhà nước, đối với cổ đông ưu đãi và đã trích vào quỹ phát triển công ty. *Chẳng hạn*, Công ty cổ phần H ngoài số cổ phiếu phổ thông có phát hành các loại cổ phiếu ưu đãi sau đây với tỷ lệ cổ tức quy định :

- Cổ phiếu ưu đãi có tích lũy cổ tức 8%.
- Cổ phiếu ưu đãi không tích lũy cổ tức 10%.
- Cổ phiếu ưu đãi tham dự chia phần 8%, loại này không tích lũy.

Tình trạng kinh doanh của công ty qua các năm như sau :

- Năm 2003, công ty gặp khó khăn, phần lãi ròng không có do đó không có nguồn để trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường.
- Năm 2004, tình trạng kinh doanh có tiến bộ hơn nhưng công ty chỉ có khả năng trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi 50% cổ tức đã quy định.

- Năm 2005, công ty làm ăn phát đạt, dành ra một quỹ để trả hết phần cổ tức còn thiếu cho cổ đông ưu đãi tích lũy, trước khi trả cổ tức theo quy định cho cổ phiếu ưu đãi và trả cổ tức cho cổ phiếu thường 5% mệnh giá.
- Năm 2006, công ty tiếp tục tăng trưởng nên trả đầy đủ các khoản cổ tức theo quy định cho cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường được hưởng cổ tức 20% trên mệnh giá. Sau khi trích quỹ, số lợi nhuận dôi ra được chia đều cho số cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi tham dự, mỗi cổ phần được thêm 2.000đ.

Chúng ta có kết quả phân phối cổ tức theo bảng sau :

Năm	Tình trạng kinh doanh	CP ưu đãi tích lũy 8%	CP ưu đãi không tích lũy 10%	CP ưu đãi tham dự 8%	CP thường
2003	Khó khăn	0	0	0	0
2004	LN ít	4%	5%	4%	0
2005	LN khá	20%	10%	8%	5%
2006	LN nhiều	8%	10%	8%+2000đ	20%+2000đ

Cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi thành cổ phiếu thường (Convertible Preferred Stock) – Loại cổ phiếu này theo quy định có thể chuyển đổi thành cổ phiếu thường theo một tỷ lệ chuyển đổi hoặc giá chuyển đổi đã ấn định trước. Người cầm loại cổ phiếu ưu đãi này sẽ thực hiện việc chuyển đổi khi giá thị trường của cổ phiếu thường tăng cao.

Cổ phiếu ưu đãi có thể chuộc lại (Callable Preferred Stock) – Một số công ty trong tình trạng khẩn cấp cần một số vốn lớn trong

một thời gian ngắn nên phát hành loại cổ phiếu ưu đãi với mức lãi suất cao để thu hút nhà đầu tư. Nhưng loại cổ phiếu ưu đãi này theo quy định có thể được chuộc lại bởi công ty sau một thời hạn ấn định, khi tình hình tài chính công ty đã khá hơn. Khi chuộc lại công ty sẽ phải trả một khoản tiền thưởng nhất định theo một tỷ lệ trên mệnh giá cổ phiếu cho chủ sở hữu.

Ví dụ : Công ty T phát hành cổ phiếu ưu đãi với tỷ lệ chuyển đổi 1/2. Cổ phiếu này có mệnh giá 100.000 đ. *Hiện nay* công ty đề nghị chuộc lại với giá 110.000 đ và trên thị trường giá cổ phiếu thường đang là 180.000 đ. Hãy tính toán các khả năng nhà đầu tư có thể thực hiện để tìm kiếm lợi nhuận chênh lệch giá.

- Chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi thành cổ phiếu thường : Với tỷ lệ chuyển đổi 1/2 thì giá trị chuyển đổi của cổ phiếu ưu đãi bằng giá thị trường của cổ phiếu thường nhân (x) với tỷ lệ chuyển đổi = $180.000đ \times 1/2 = 90.000đ$. Giá này thấp hơn mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi nên không chuyển đổi.
- Nếu bán cho công ty với giá 110.000 đ và giả sử nhà đầu tư đã mua cổ phiếu ưu đãi với giá bằng mệnh giá là 100.000đ, thì nhà đầu tư đã được hưởng chênh lệch giá là 10.000 đ.
- Sau khi bán cho công ty nhà đầu tư có thể dùng số tiền đó để mua cổ phiếu thường trên thị trường, giá thị trường là 180.000 đ thấp hơn giá chuyển đổi là 200.000 đ ($100.000 đ \times 2$), nhà đầu tư được lời 20.000 đ.

Các loại cổ phiếu ưu đãi theo Luật Doanh nghiệp Việt Nam : Theo luật của Việt Nam, cổ phần ưu đãi gồm các loại sau đây :

- *Cổ phần ưu đãi biểu quyết* – Cổ phần ưu đãi biểu quyết là cổ phần có số phiếu biểu quyết nhiều hơn so với cổ

phân phổ thông. Số phiếu biểu quyết của một cổ phần ưu đãi biểu quyết do Điều lệ công ty quy định.

- *Cổ phần ưu đãi cố tức* – Cổ phần ưu đãi cố tức là cổ phần được trả cố tức với mức cao hơn so với mức cố tức của cổ phần phổ thông hoặc mức ổn định hàng năm. Cố tức được chia hàng năm gồm cố tức cố định và cố tức thưởng. Cố tức cố định không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty. Mức cố tức cố định cụ thể và phương thức xác định cố tức thưởng được ghi trên cổ phiếu của cổ phần ưu đãi cố tức.
- *Cổ phần ưu đãi hoàn lại* – Cổ phần ưu đãi hoàn lại là cổ phần sẽ được công ty hoàn lại vốn góp bất cứ khi nào theo yêu cầu của người sở hữu hoặc theo các điều kiện được ghi tại cổ phiếu của cổ phần ưu đãi hoàn lại.

5. CHỨNG CHỈ QUỸ

5.1. Khái niệm :

Chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán là một loại chứng khoán dưới hình thức chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ do công ty quản lý quỹ thay mặt Quỹ công chứng phát hành, xác nhận quyền sở hữu hợp pháp của người đầu tư đối với một hoặc một số đơn vị quỹ của một Quỹ công chứng. Chứng chỉ quỹ có mệnh giá thống nhất là 10.000 VNĐ. Quỹ công chứng là Quỹ cổ chứng chỉ quỹ được phát hành ra công chứng. Quỹ thành viên là Quỹ được lập bằng vốn góp tối đa 49 thành viên góp vốn và không phát hành chứng chỉ quỹ ra công chứng.

5.2. Điều kiện chào bán chứng chỉ quỹ ra công chứng :

- Tổng giá trị chứng chỉ quỹ đăng ký chào bán tối thiểu 50 tỷ đồng Việt Nam.

- Có chương án phát hành và phương án đầu tư số vốn thu được: từ đợt chào bán chứng chỉ quỹ phù hợp với quy định của pháp luật.

5.3. Tinh ưu việt của chứng chỉ quỹ :

Các nhà đầu tư cá nhân, nhất là những người có ít vốn, khi tiến hành đầu tư vào các chứng khoán riêng lẻ thường hay gặp phải những bất lợi sau :

- Do hạn chế về vốn, họ khó có thể thực hiện đa dạng hóa đầu tư để giảm thiểu rủi ro trong đầu tư.
- Với những giao dịch có khối lượng nhỏ, phí giao dịch sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong giá trị giao dịch.
- Đầu tư có hiệu quả đòi hỏi phải có kiến thức về đầu tư, phải có thời gian dành cho việc phân tích thị trường và phân tích sản phẩm. Đại đa số các nhà đầu tư cá nhân không đáp ứng được những yêu cầu đó.

Những bất lợi trên hoàn toàn có thể giải quyết được bằng cách sử dụng quỹ đầu tư. Khi mua cổ phần quỹ hoặc chứng chỉ quỹ, nhà đầu tư, dù chỉ với một lượng vốn đầu tư khiêm tốn, *đương nhiên* sở hữu một phần trong một danh mục đầu tư đa dạng hóa. Hiệu quả đầu tư được nâng lên do nhiều yếu tố : rủi ro giảm, chi phí giảm, kỹ năng đầu tư chuyên nghiệp. *Ngoài ra*, việc lựa chọn một quỹ theo loại chứng khoán mà nó đầu tư vào còn giúp cho mỗi nhà đầu tư có thể thỏa mãn một nhu cầu nào đó như tránh thuế, bảo toàn vốn, tăng trưởng vốn hay thu nhập thường xuyên. *Hơn nữa*, các quỹ đầu tư có thể giúp cung cấp nhiều loại dịch vụ khác cho người thụ hưởng.

Người chủ sở hữu chứng chỉ hay cổ phần quỹ đầu tư sẽ kiếm được tiền theo ba cách :

- Nhận cổ tức của quỹ. Khoản cổ tức này được chi trả từ số thu nhập của các khoản đầu tư của quỹ, ví dụ cổ tức của cổ phiếu, tiền lãi từ trái phiếu...
- Nhận được khoản lợi vốn (hoặc lỗ vốn) khi nhà quản lý quỹ bán ra một phần trong danh mục đầu tư của quỹ để thu lợi nhuận.
- Được hưởng lợi từ những thay đổi có lợi trong giá trị thị trường.

Ngoài ra, người ta cũng có thể tái đầu tư những khoản phân phối từ cổ tức hay lợi vốn vào quỹ, tức là có thêm cổ phần của quỹ và tiếp tục được hưởng những lợi ích như trên đối với cổ phần mới này.

6. CÁC CÔNG CỤ TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Các loại chứng khoán có thời hạn dưới một năm được xem là các công cụ giao dịch trên thị trường tiền tệ. Phát hành các loại công cụ này có thể là công ty hoặc Chính phủ nhằm mục tiêu huy động vốn ngắn hạn hay vốn thiếu hụt tạm thời. Lúc mới phát hành, các công cụ thị trường tiền tệ được giao dịch trên thị trường sơ cấp, thị trường mua bán giữa nhà phát hành và nhà đầu tư. *Tuy nhiên*, hoạt động của thị trường tiền tệ không chỉ dừng lại ở thị trường sơ cấp. *Sau khi được phát hành*, nếu nhà đầu tư có nhu cầu mua các công cụ thị trường tiền tệ nhằm mục tiêu đầu tư ngắn hạn hay bán công cụ thị trường tiền tệ nhằm mục tiêu thanh khoản, họ có thể giao dịch trên thị trường thứ cấp.

Các công cụ hay hàng hóa trên thị trường tiền tệ phổ biến ở các nước phát triển, như ở Mỹ chẳng hạn, thường bao gồm các loại sau đây :

- Tín phiếu Kho bạc (Treasury bills).
- Tín phiếu công ty (Commercial paper).
- Chứng chỉ tiền gửi (Certificates of deposit).
- Hợp đồng mua lại (Repurchase agreements).
- Ký quỹ liên bang (Federal funds).
- Chấp nhận của ngân hàng (Banker's acceptance).
- Dollar ngoại biên (Eurodollar).

Phạm vi chương này chỉ giới thiệu khái quát về các công cụ tài chính giao dịch trên thị trường tiền tệ. Chi tiết hơn về từng loại công cụ này sẽ được trình bày trong phần 3 của quyển sách này.

7. CÁC CÔNG CỤ TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH PHÁI SINH

Thị trường tài chính phái sinh là thị trường giao dịch các công cụ hay các loại chứng khoán phái sinh. Chứng khoán phái sinh (derivative securities) là một loại tài sản tài chính có dòng tiền trong tương lai phụ thuộc vào giá trị của một hay một số tài sản tài chính khác (gọi là tài sản cơ sở – underlying asset). Tài sản cơ sở có thể là hàng hóa, ngoại tệ, chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán. Tuy nhiên, trong phạm vi chương này, chúng ta chỉ chú trọng đến chứng khoán phái sinh trên thị trường tài chính, chứ không bàn đến chứng khoán phái sinh trên thị trường hàng hóa. Các loại công cụ tài chính phái sinh bao gồm :

- Hợp đồng kỳ hạn (forwards).
- Hợp đồng tương lai (futures).

- Quyền chọn (options).
- Hợp đồng hoán đổi (swaps).

Các loại hợp đồng được phát triển và giao dịch dựa trên cơ sở phát triển và giao dịch các công cụ tài chính trên thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu và thị trường ngoại hối như đã trình bày trong các chương trước. *Phạm vi chương này* cũng chỉ dừng lại ở mức độ giới thiệu khái quát về các công cụ tài chính phái sinh. Chi tiết hơn về hoạt động của thị trường tài chính phái sinh và từng loại công cụ tài chính phái sinh sẽ lần lượt được xem xét trong phần 4.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Trình bày một cách có hệ thống các công cụ tài chính được giao dịch trên thị trường vốn hay thị trường chứng khoán.
2. Trái phiếu là gì ? Nó có những đặc trưng gì ? Những đặc trưng này quan trọng như thế nào khi định giá trái phiếu ?
3. Liệt kê càng nhiều càng tốt những điểm khác nhau giữa trái phiếu Chính phủ và trái phiếu công ty.
4. Phân tích và giải thích các yếu tố ảnh hưởng đến giá cả trái phiếu.
5. Liệt kê càng nhiều càng tốt những điểm khác nhau giữa trái phiếu và cổ phiếu, giữa cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.
6. Phân biệt sự khác nhau giữa các loại giá gắn liền với cổ phiếu. Trong giao dịch, cổ phiếu được mua bán theo giá nào ?
7. Hãy liệt kê một cách có hệ thống các loại cổ phiếu. Giải thích qua về sự khác nhau giữa các loại cổ phiếu này.
8. Trình bày có hệ thống những loại rủi ro nhà đầu có thể gánh chịu khi mua cổ phiếu.
9. Phân tích và giải thích những yếu tố nào có thể tác động đến sự hình thành giá cả cổ phiếu nói chung.
10. Tại sao nói cổ phiếu ưu đãi là một loại chứng khoán lai ? Giải thích rõ chữ "ưu đãi" nên được hiểu như thế nào khi so sánh với cổ phiếu thường ?
11. Trình bày có hệ thống và giải thích sự khác nhau giữa các loại cổ phiếu ưu đãi.
12. Thế nào là chứng chỉ quỹ ? Chứng chỉ quỹ hữu ích như thế nào đối với các nhà đầu tư cá nhân ?

13. Liệt kê những công cụ tài chính trên thị trường tiền tệ nói chung và trên thị trường tiền tệ ở Việt Nam nói riêng. Bạn có nhận xét gì sau khi liệt kê ?

14. Thế nào là công cụ tài chính phái sinh ? Hãy liệt kê những công cụ tài chính phái sinh nói chung và những công cụ tài chính phái sinh hiện đã giao dịch ở Việt Nam. Bạn có nhận xét gì về giao dịch công cụ tài chính phái sinh ở Việt Nam ?

Chương 3

CÔNG TY CỔ PHẦN

■ MỤC TIÊU

Chương này giới thiệu về công ty cổ phần như là thành phần tham gia quan trọng trên thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Đọc xong chương này bạn có thể :

- Hiểu được khái niệm, đặc điểm và tổ chức hoạt động của một công ty cổ phần.
- Nắm được các nguồn vốn và cách thức công ty cổ phần tài trợ cho hoạt động của nó.
- Nắm được chính sách cổ tức của công ty cổ phần.
- Hiểu được những nguyên lý chung về xác định giá trị của công ty cổ phần.

1. KHÁI NIỆM, ĐẶC ĐIỂM CÔNG TY CỔ PHẦN

1.1. Khái niệm :

Công ty cổ phần (corporation) ra đời là do yêu cầu tất yếu khách quan của nền đại công nghiệp – cơ khí, với trình độ khoa học – kỹ thuật cao. Công ty cổ phần có vai trò to lớn trong quá trình phát triển kinh tế, góp phần hoàn thiện cơ chế thị trường. Luật Doanh nghiệp định nghĩa công ty cổ phần là doanh nghiệp trong đó :

- Vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần.

- Cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã góp vào doanh nghiệp.
- Cổ đông có quyền tự do chuyển nhượng cổ phiếu của mình cho người khác, trừ trường hợp pháp luật có quy định khác.
- Cổ đông có thể là tổ chức, cá nhân; số lượng cổ đông tối thiểu là ba và không hạn chế số lượng tối đa.
- Công ty cổ phần có quyền phát hành chứng khoán ra công chúng theo quy định của pháp luật về chứng khoán.

1.2. Đặc điểm của công ty cổ phần :

Không giống như những loại hình doanh nghiệp khác, công ty cổ phần có một số đặc điểm riêng như sau :

- Vốn điều lệ của công ty cổ phần được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần. Người chủ sở hữu vốn cổ phần gọi là cổ đông. Mỗi cổ đông có thể mua một hoặc nhiều cổ phần.
- Công ty có thể phát hành nhiều loại cổ phần, trong đó phải có cổ phần phổ thông. Ngoài cổ phần phổ thông, công ty có thể phát hành cổ phần ưu đãi : cổ phần ưu đãi biểu quyết, cổ phần ưu đãi cổ tức, cổ phần ưu đãi hoàn lại và cổ phần ưu đãi do điều lệ công ty quy định.
- Cổ đông có quyền tự do chuyển nhượng cổ phần của mình cho người khác, trừ trường hợp đó là cổ phần ưu đãi biểu quyết và cổ phần của cổ đông sáng lập công ty trong 3 năm đầu kể từ ngày công ty được cấp giấy chứng nhận kinh doanh. Đặc điểm này của công ty cổ phần đã cho phép các nhà đầu tư có khả năng chuyển đổi hình thức và mục tiêu đầu tư một cách linh hoạt.

- Cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của công ty trong phạm vi số vốn góp vào công ty. *Đặc điểm này cho thấy các cổ đông chỉ chịu trách nhiệm pháp lý hữu hạn đối với phần vốn góp của mình vào công ty (khác với tính chịu trách nhiệm vô hạn của các thành viên hợp danh trong công ty hợp danh, chủ doanh nghiệp tư nhân trong doanh nghiệp tư nhân).*
- Công ty được quyền phát hành chứng khoán ra công chúng. *Đặc điểm này cho thấy khả năng huy động vốn của công ty là rất lớn và rộng rãi trong công chúng.*
- Cổ đông của công ty cổ phần tối thiểu phải là ba và không hạn chế số lượng tối đa (khác với công ty trách nhiệm hữu hạn là số thành viên không được quá 50 thành viên). *Trong quá trình hoạt động, công ty cổ phần được quyền phát hành chứng khoán ra công chúng và các cổ đông được quyền tự do chuyển nhượng cổ phần của mình, vì vậy số lượng cổ đông của công ty cổ phần thường là rất đông.*

Những đặc điểm trên đây khiến cho công ty cổ phần có một số ưu nhược điểm so với những loại hình doanh nghiệp khác.

1.2.1. Về ưu điểm :

So với các loại hình doanh nghiệp khác, công ty cổ phần có một số ưu điểm sau :

- Công ty cổ phần là một hình thức tổ chức kinh doanh có tư cách pháp nhân; công ty được phép phát hành cổ phiếu, trái phiếu, vì vậy công ty cổ phần dễ dàng huy động được một lượng vốn lớn từ các nhà đầu tư khi cần đầu tư mở rộng sản xuất, hiện đại hóa trang thiết bị, cải tiến công

nghe... từ đó nâng cao sức cạnh tranh của công ty trên thị trường, đây là ưu điểm nổi bật của công ty cổ phần trong nền kinh tế thị trường.

- Cổ đông của công ty góp vốn vào công ty và hưởng lãi hoặc chịu lỗ tương ứng với tỷ lệ vốn góp vào công ty. Cổ đông chỉ phải chịu trách nhiệm về nợ và nghĩa vụ tài sản khác của công ty trong phạm vi vốn đã góp. Như vậy, các cổ đông chỉ chịu trách nhiệm hữu hạn đối với phần vốn góp vào công ty. Các cổ đông chia sẻ rủi ro với nhau trong trường hợp công ty làm ăn bị thua lỗ và chỉ phải chịu trong phạm vi vốn góp của mình vào công ty.
- Công ty cổ phần thường có rất nhiều cổ đông, vì thế công ty có thể tập trung nhiều trí tuệ từ các cổ đông. Các cổ đông có thể tự mình tham gia quản lý công ty hoặc cử người tham gia quản lý công ty.
- Cổ phiếu, trái phiếu của công ty cổ phần được tự do chuyển nhượng (trừ một số trường hợp đặc biệt), vì vậy cho phép nhà đầu tư có thể dễ dàng chuyển hướng đầu tư. Điều này thể hiện sự đa dạng trong đầu tư, phù hợp với xu hướng phát triển năng động của kinh tế thị trường.
- Công ty cổ phần với việc phát hành các loại chứng khoán và cùng với việc chuyển nhượng, mua bán chứng khoán sẽ tạo điều kiện cho sự ra đời của thị trường chứng khoán. Và khi thị trường chứng khoán ra đời, nó sẽ tạo điều kiện cho các nhà kinh doanh có thể tìm kiếm các nguồn tài trợ cho hoạt động đầu tư sản xuất kinh doanh.

1.2.2. Về nhược điểm :

- Công ty cổ phần với chế độ trách nhiệm hữu hạn đã đem lại những thuận lợi cho cổ đông, nhưng lại chuyển bớt rủi

ro cho các chủ nợ. Các chủ nợ sẽ bị thiệt thòi khi tài sản của công ty cổ phần không đủ để thanh toán hết các khoản nợ của công ty.

- Công ty cổ phần gồm đông đảo các cổ đông tham gia và thường là không quen biết nhau, với mức độ tham gia góp vốn vào công ty cũng khác nhau. Điều này có thể dẫn đến việc lợi dụng hoặc nảy sinh tranh chấp và phân hóa lợi ích giữa các nhóm cổ đông khác nhau. Vì vậy, việc quản lý, điều hành công ty cổ phần là hết sức phức tạp.
- Cơ cấu tổ chức quản lý ở công ty cổ phần tương đối công kênh và phức tạp, vì vậy chi phí cho việc quản lý là tương đối lớn.
- Công ty cổ phần thường bị đánh thuế hai lần. Thu nhập của công ty cổ phần là đối tượng chịu thuế thu nhập công ty. Khi công ty phân phối thu nhập cho cổ đông dưới hình thức chia cổ tức, cổ đông lại phải chịu thuế thu nhập cá nhân một lần nữa.

Tuy nhiên, công ty cổ phần là một loại hình tổ chức kinh doanh phù hợp với quy mô sản xuất lớn, thích ứng được những đòi hỏi của nền sản xuất xã hội hóa cao và sự phát triển của nền kinh tế hiện đại. *Hiện nay*, công ty cổ phần là mô hình phổ biến trên thế giới, nhất là ở các nước có nền công nghiệp cao.

2. CƠ CẤU TỔ CHỨC QUẢN LÝ CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN

Công ty cổ phần phải có đại hội cổ đông, hội đồng quản trị và giám đốc (tổng giám đốc); đối với công ty cổ phần có trên 11 cổ đông phải có ban kiểm soát.

2.1. Đại hội cổ đông :

Gồm tất cả cổ đông có quyền biểu quyết, là cơ quan quyết định cao nhất của công ty cổ phần. Đại hội đồng cổ đông bao gồm các loại sau :

- Đại hội đồng thành lập được triệu tập để tiến hành các thủ tục thành lập, thảo luận và thông qua Điều lệ công ty.
- Đại hội đồng thường kỳ được tiến hành hàng năm từ một đến hai lần. Đại hội đồng thường kỳ được triệu tập vào cuối mỗi năm tài chính hoặc bất kỳ lúc nào mà hội đồng quản trị hoặc kiểm soát viên thấy cần thiết, để giải quyết các công việc thuộc hoạt động kinh doanh của công ty trong khuôn khổ điều lệ, trong đó có các việc chủ yếu sau :
 - Quyết định phương hướng, nhiệm vụ phát triển công ty và kế hoạch kinh doanh hàng năm.
 - Thảo luận và thông qua bảng tổng kết năm tài chính.
 - Bầu, bãi miễn thành viên hội đồng quản trị và kiểm soát viên.
 - Quyết định số lợi nhuận trích lập các quỹ của công ty, số lợi nhuận chia cho cổ đông, phân chia trách nhiệm về các thiệt hại xảy ra đối với công ty trong kinh doanh.
 - Xem xét, quyết định giải pháp khắc phục các biến động lớn về tài chính của công ty.
 - Xem xét sai phạm của Hội đồng quản trị gây thiệt hại cho công ty.
- Đại hội đồng bất thường được triệu tập để sửa đổi Điều lệ công ty hoặc thảo luận những vấn đề khẩn cấp có nguy

cơ đe dọa đến sự hoạt động bình thường của công ty như gặp khó khăn về tài chính, cần thay đổi chiến lược kinh doanh, chấn chỉnh hoạt động của Đại hội đồng quản trị và ban kiểm soát...

Về nguyên tắc, mọi cổ đông của công ty cổ phần đều có quyền tham dự Đại hội đồng để thảo luận, bàn bạc và quyết định những vấn đề về tổ chức và quản trị của công ty. Song trong thực tế phát triển loại hình công ty cổ phần sẽ có những công ty có số lượng cổ đông lớn (hàng ngàn hoặc thậm chí hàng vạn cổ đông), trong trường hợp này, việc triệu tập tất cả để tham dự là hết sức khó khăn. Mặt khác, số vốn góp cổ phần của các cổ đông vào công ty thường không bằng nhau. Vì vậy, ở những công ty cổ phần có số lượng cổ đông lớn thường tiến hành đại hội đại biểu cổ đông. Số lượng đại biểu tham dự Đại hội đồng thường được ấn định trước và phân bố theo số cổ phần hoặc số vốn góp vào công ty. Những cổ đông có đủ số cổ phần hoặc số vốn góp quy định cho một đại biểu của đại hội thì được tham dự đại hội. Những cổ đông không đủ điều kiện cho một đại biểu thì có thể tập hợp lại cho đủ điều kiện để cử người đại diện tham dự Đại hội đại biểu cổ đông.

22. Hội đồng quản trị :

là cơ quan quản lý công ty, có toàn quyền nhân danh công ty để quyết định mọi vấn đề liên quan đến mục đích, quyền lợi của công ty, trừ những vấn đề thuộc thẩm quyền của đại hội cổ đông. Thành viên hội đồng quản trị do đại hội cổ đông bầu, miễn nhiệm và bãi nhiệm. Hội đồng quản trị bầu chủ tịch hội đồng quản trị trong số thành viên hội đồng quản trị.

Hội đồng quản trị chịu trách nhiệm trước đại hội đồng cổ đông về những sai phạm trong quản lý, vi phạm điều lệ, vi phạm luật pháp gây thiệt hại cho công ty. Do đó Hội đồng quản trị

cần phải gồm những thành viên có trình độ chuyên môn và quản lý giỏi, am hiểu các lĩnh vực kinh tế, kỹ thuật, pháp lý, pháp luật thì mới hoàn thành nhiệm vụ được giao.

Số lượng ủy viên của Hội đồng quản trị do Đại hội cổ đông quyết định, căn cứ vào vai trò quan trọng của ngành kinh tế mà công ty tham gia, quy mô sản xuất kinh doanh, vốn điều lệ số cổ đông... nhưng ít nhất cũng từ 5 đến 7 người, nhiều nhất có thể từ 15 đến 17 người. Trong Hội đồng quản trị có khoảng 1/3 ủy viên là đại diện của những người lao động làm việc trong công ty. Số người này do đại hội công nhân viên chức của công ty bầu ra và giới thiệu để Đại hội cổ đông chấp nhận.

2.2.1. Nhiệm vụ của Hội đồng quản trị :

Hội đồng quản trị thay mặt Đại hội cổ đông đóng vai trò người chủ trong việc quản trị công ty, có chức năng và nhiệm vụ chính là chuẩn bị dự thảo và xem xét tất cả các văn bản, nghị quyết thuộc thẩm quyền giải quyết của Đại hội cổ đông để trình Đại hội cổ đông quyết định. *Ngoài ra* Hội đồng quản trị còn được Đại hội cổ đông giao cho chấp hành một số nhiệm vụ và quyền hạn như :

- Duyệt y các kế hoạch sản xuất kinh doanh hàng năm của công ty do Giám đốc điều hành xây dựng và đệ trình.
- Phân tích hoạt động kinh tế, đánh giá kết quả hoạt động kinh doanh hàng tháng, quý, năm của công ty.
- Báo cáo trước đại hội tình hình hoạt động, tình hình tài chính; khó khăn, thuận lợi, để đại hội xem xét và cho ý kiến kết luận.
- Quyết định một số chỉ tiêu quan trọng nhằm nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty như : tỷ lệ khấu hao cơ bản về tài sản cố định, đơn giá tiền lương đối với

một số sản phẩm chủ yếu, mức tiêu hao vật chất của một số sản phẩm chủ yếu, giá thành một số sản phẩm chủ yếu, suất lợi nhuận bình quân hoặc mức lợi nhuận bình quân trên một đồng vốn của công ty.

- Quyết định các giải pháp nhằm mở rộng hoạt động kinh doanh của công ty, kể cả việc vay vốn để đổi mới công nghệ, đổi mới kỹ thuật, mở rộng sản xuất.
- Quyết định các công trình nghiên cứu khoa học và áp dụng kỹ thuật tiến bộ vào việc sản xuất kinh doanh của công ty, các biện pháp bảo vệ tài nguyên, môi trường sinh thái.
- Quyết định các kế hoạch đào tạo, bồi dưỡng cán bộ, quy chế sử dụng lao động trong công ty.
- Kiểm tra đánh giá hoạt động của giám đốc điều hành (hoặc tổng giám đốc), cử và bãi miễn giám đốc điều hành công ty theo đề nghị của chủ tịch Hội đồng quản trị.
- Kiến nghị với Đại hội cổ đông quyết định những vấn đề quan trọng như : sửa đổi, bổ sung điều lệ công ty, tách, nhập, giải thể hay tuyên bố phá sản công ty, phát hành trái phiếu hoặc phát hành thêm cổ phiếu mới.

1.2.2. Nhiệm vụ chủ tịch Hội đồng quản trị :

Chủ tịch Hội đồng quản trị là người đứng đầu Hội đồng quản trị do Đại hội cổ đông trực tiếp bầu ra hoặc do Hội đồng quản trị bầu ra. Chủ tịch Hội đồng quản trị là người được Đại hội cổ đông trao cho nhiều quyền hạn để làm nhiệm vụ người chủ trì của công ty, người đại diện của công ty trước pháp luật và cơ quan Nhà nước, người có toàn quyền đứng ra bảo vệ quyền lợi hợp pháp của công ty.

Chủ tịch Hội đồng quản trị phải là người có kiến thức kinh tế và trình độ kinh doanh giỏi, am hiểu tường tận luật pháp Nhà nước, thông thạo các hoạt động thương mại, được đào tạo hoàn chỉnh và có bằng cấp nhất định, có năng lực và trình độ tương đương trở lên so với năng lực và trình độ của giám đốc điều hành công ty. Chủ tịch Hội đồng quản trị có nhiệm vụ và quyền hạn như sau :

- Chuẩn bị các chương trình nghị sự, xây dựng và dự thảo nội dung các văn bản, nghị quyết của Hội đồng quản trị và Đại hội cổ đông.
- Triệu tập và điều hành các hoạt động của Hội đồng quản trị và Đại hội cổ đông.
- Phân công các thành viên trong Hội đồng quản trị, chuẩn bị những nội dung có liên quan đến lĩnh vực họ phụ trách.
- Chỉ đạo giám đốc điều hành chuẩn bị các báo cáo về tình hình hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính, về phương hướng hoạt động kinh doanh của công ty để trình Đại hội cổ đông và hội nghị của Hội đồng quản trị.
- Phối hợp với Ban kiểm soát để chuẩn bị những nội dung thuộc về kiểm tra, kiểm soát các hoạt động của công ty để trình Đại hội cổ đông.
- Là người chịu trách nhiệm chính trong việc tổ chức và điều hành thực hiện những nghị quyết và quyết định của Đại hội cổ đông, đồng thời chịu trách nhiệm trước các cổ đông về kết quả hoạt động của công ty.
- Là người chịu trách nhiệm chính về các quyết định của Hội đồng quản trị, nếu ý kiến của đa số thành viên trong Hội đồng quản trị không nhất trí với chủ tịch Hội đồng quản trị, thì chủ tịch Hội đồng quản trị có quyền quyết

định theo ý kiến riêng của mình và chịu trách nhiệm trước Đại hội cổ đông về các quyết định đó.

Chủ tịch Hội đồng quản trị có quyền bổ nhiệm một người trong Hội đồng quản trị, hoặc thuê một người khác ở trong hay ngoài công ty có đủ trình độ năng lực làm giám đốc điều hành, khi xét thấy cần thiết có quyền bãi miễn hoặc đề nghị Hội đồng quản trị ra quyết định bãi miễn giám đốc điều hành công ty. Đối với những công ty vừa và nhỏ, ít cổ đông, thì Đại hội cổ đông có thể cơ chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm chức giám đốc điều hành công ty, còn đối với những công ty lớn thì chủ tịch Hội đồng quản trị không được kiêm chức giám đốc điều hành công ty.

Nhiệm kỳ của chủ tịch Hội đồng quản trị trùng với nhiệm kỳ của Hội đồng quản trị, chủ tịch Hội đồng quản trị có thể được tái cử khi hết nhiệm kỳ và cũng có thể bị miễn nhiệm khi chưa hết nhiệm kỳ khi có lý do chính đáng theo đề nghị của trên 50% thành viên Hội đồng quản trị hoặc của số cổ đông nắm giữ trên 50% tổng số vốn pháp định của công ty.

2.3 Giám đốc (Tổng giám đốc) :

Do hội đồng quản trị bổ nhiệm, là người điều hành hoạt động hàng ngày của công ty và chịu trách nhiệm trước hội đồng quản trị về việc thực hiện các quyền và nghĩa vụ được giao. Chủ tịch hội đồng quản trị có thể kiêm giám đốc (tổng giám đốc). Trường hợp điều lệ công ty không quy định chủ tịch hội đồng quản trị là người đại diện theo pháp luật, thì giám đốc (tổng giám đốc) là người đại diện theo pháp luật của công ty.

Giám đốc phải là một nhà kinh doanh giỏi có đủ trình độ chuyên môn và năng lực toàn diện về tổ chức quản lý sản xuất kinh doanh. Vì chỉ là người làm thuê cho chủ tịch Hội đồng quản

trị nên giám đốc làm việc theo thời hạn của hợp đồng đã ký kết, không theo nhiệm kỳ của Hội đồng quản trị. Nếu giám đốc giỏi, điều hành công ty làm ăn phát đạt có thể được gia hạn hợp đồng hoặc ký kết hợp đồng mới với chủ tịch Hội đồng quản trị. Nếu không đáp ứng được yêu cầu công việc, không có khả năng hoàn thành nhiệm vụ do Hội đồng quản trị giao cho thì giám đốc có thể bị miễn nhiệm hoặc bị chấm dứt hợp đồng trước thời hạn. Giám đốc có nhiệm vụ và quyền hạn như sau :

- Trình chủ tịch Hội đồng quản trị và Đại hội đồng cổ đông những phương hướng nhiệm vụ phát triển công ty và kế hoạch hàng năm của công ty.
- Trực tiếp và toàn quyền điều hành mọi hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty, tự quyết định những biện pháp giải quyết những vụ việc phát sinh trong quá trình sản xuất kinh doanh, và phải chịu trách nhiệm cá nhân trước chủ tịch Hội đồng quản trị về các quyết định đó.
- Chấp hành đầy đủ các quyết định và nghị quyết của Đại hội đồng cổ đông và Hội đồng quản trị có liên quan đến trách nhiệm của giám đốc.
- Báo cáo đều đặn hàng tháng, quý, năm kết quả kinh doanh của công ty với chủ tịch Hội đồng quản trị.
- Quyết định việc tổ chức quản lý sản xuất kinh doanh bộ máy điều hành của công ty, bổ nhiệm, bãi miễn, trả lương, thưởng cho các nhân viên dưới quyền (từ phó giám đốc đến người lao động) trong công ty.
- Ký kết các hợp đồng kinh tế, hợp đồng thuê mượn nhân công với bên ngoài.
- Lập quy chế tuyển dụng, sử dụng, bảo đảm an toàn lao động, bồi dưỡng tay nghề, đào tạo cán bộ cho công nhân

viên chức trong công ty, trình Hội đồng quản trị chuẩn y và quyết định. Sau khi đã được Hội đồng quản trị phê duyệt cho thi hành, phải tổ chức thực hiện đúng các quy chế đó.

- Trình chủ tịch Hội đồng quản trị duyệt phương án sử dụng các quỹ của công ty và thực hiện đúng phương án sau khi đã được duyệt.
- Tổ chức bảo vệ trật tự an ninh, bảo vệ an toàn sản xuất và tài sản công ty.
- Chấp hành lệnh kiểm tra của ban kiểm soát công ty, xuất trình đầy đủ hồ sơ tài liệu và tạo điều kiện thuận lợi cho ban kiểm soát hoàn thành nhiệm vụ.

2.4. Ban kiểm soát :

Đây là bộ phận do Đại hội đồng cổ đông bầu ra, có nhiệm vụ giám sát, kiểm tra hoạt động của Hội đồng quản trị nhằm bảo vệ lợi ích của các cổ đông – những người sở hữu chủ đối với công ty.

2.4.1. Cơ cấu của ban kiểm soát :

Trong các thành viên của ban kiểm soát, ngoài những người là cổ đông của công ty còn có một số người không phải cổ đông của công ty, như một người là kiểm soát viên của Nhà nước do cơ quan tài chính bổ nhiệm trực tiếp và đương nhiên là không phụ thuộc vào sự chấp nhận hay không chấp nhận của Đại hội cổ đông và một số người khác là đại diện của công nhân viên chức trong công ty. Số người này không chiếm quá 1/3 tổng số kiểm soát viên, do đại hội công nhân viên chức bầu ra và giới thiệu để Đại hội cổ đông chấp thuận.

Những người trong ban kiểm soát là cổ đông của công ty phải là những người không có chân ở trong Hội đồng quản trị và bộ máy điều hành của công ty, có trình độ chuyên môn nghiệp vụ cao, am hiểu các chính sách và luật lệ của Nhà nước về quản lý kinh tế trung thực và làm việc theo đúng nguyên tắc.

Trưởng ban kiểm soát chịu trách nhiệm tổ chức và chỉ đạo các thành viên trong ban làm việc kiểm tra kiểm soát mọi hoạt động kinh doanh của công ty và báo cáo trước Đại hội cổ đông. Các báo cáo về tài chính của Hội đồng quản trị trước Đại hội cổ đông phải được ban kiểm soát thông qua trước khi tiến hành đại hội.

Thành viên trong ban kiểm soát có thể được tái cử khi hết nhiệm kỳ hoặc có thể bị miễn nhiệm trước thời hạn khi có lý do chính đáng. Các thành viên trong ban kiểm soát được hưởng thù lao của công ty, mức thù lao do Đại hội cổ đông quyết định.

2.4.2. Nhiệm vụ và quyền hạn của kiểm soát viên :

- Kiểm tra sổ sách kế toán, tài sản, các bảng tổng kết năm tài chính của công ty và triệu tập Đại hội đồng cổ đông khi xét thấy cần thiết.
- Trình Đại hội đồng cổ đông báo cáo thẩm tra các bảng tổng kết năm tài chính của công ty.
- Báo cáo về những sự kiện tài chính bất thường xảy ra, về những ưu khuyết điểm trong quản lý tài chính của Hội đồng quản trị.

Kiểm soát viên được hưởng thù lao do Đại hội đồng cổ đông quyết định và chịu trách nhiệm trước Đại hội đồng cổ đông về những sai phạm của mình trong quá trình thực hiện nhiệm vụ gây thiệt hại cho công ty.

Quyền hạn, trách nhiệm của đại hội cổ đông, hội đồng quản trị, giám đốc (tổng giám đốc) và ban kiểm soát được quy định cụ thể tại Luật doanh nghiệp và điều lệ công ty.

2.5. Bản điều lệ công ty cổ phần (Charter) :

Tư cách pháp nhân của công ty cổ phần thể hiện trong điều lệ công ty. Bản điều lệ này do các cơ quan quản lý Nhà nước quy định các nét căn bản. Điều lệ công ty là một bản cam kết của tất cả các cổ đông về thành lập và hoạt động của công ty được thông qua tại Đại hội đồng thành lập. Điều lệ công ty cổ phần phải có các nội dung sau đây :

- Hình thức, mục tiêu, tên gọi, trụ sở, thời gian hoạt động của công ty.
- Họ tên các sáng lập viên (nếu có).
- Vốn điều lệ, trong đó ghi rõ giá trị phần vốn góp bằng hiện vật hoặc bằng bản quyền sở hữu công nghiệp.
- Phần vốn góp của mỗi thành viên đối với công ty trách nhiệm hữu hạn, mệnh giá cổ phiếu và số cổ phiếu phát hành đối với công ty cổ phần.
- Thể thức hoạt động và thông qua quyết định của Đại hội đồng.
- Cơ cấu quản lý và kiểm soát của công ty.
- Các loại quỹ, mức giới hạn các quỹ được lập tại công ty.
- Thể lệ quyết toán và phân chia lợi nhuận.
- Các trường hợp sáp nhập, chuyển đổi hình thức, giải thể công ty và thể thức thanh lý tài sản của công ty.

Điều lệ công ty sau khi được Đại hội đồng thành lập thông qua sẽ trở thành văn bản pháp lý làm căn cứ xử lý mọi vấn đề có liên quan phát sinh trong việc tổ chức quản lý hoạt động của công ty và bắt buộc mọi cổ đông của công ty phải tuân theo. Trong quá trình hoạt động, nếu công ty muốn sửa đổi, bổ sung điều lệ công ty thì cũng phải đưa ra thảo luận tại Đại hội đồng cổ đông và phải được biểu quyết theo đa số phiếu quá bán.

3. CÁC LOẠI HÌNH CÔNG TY CỔ PHẦN

3.1. Công ty cổ phần nội bộ (Private Company) :

Là công ty cổ phần chỉ phát hành cổ phiếu trong số những người sáng lập ra công ty, những cán bộ công nhân viên trong công ty và các pháp nhân là những đơn vị trực thuộc những đơn vị trong cùng tập đoàn của đơn vị sáng lập. Đây là loại cổ phiếu ký danh không được chuyển nhượng hoặc chỉ được chuyển nhượng theo một số điều kiện nhất định trong nội bộ công ty. Việc tăng vốn của công ty rất hạn chế chỉ được vay vốn từ các tổ chức tín dụng hoặc tích lũy từ trong nội bộ công ty.

3.2. Công ty cổ phần đại chúng (Public Company) :

Là công ty cổ phần có phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng, ngoài những đối tượng nội bộ như công ty cổ phần nội bộ. Phần lớn những công ty cổ phần mới thành lập đã bắt đầu như những công ty cổ phần nội bộ. Đến khi công ty đã phát triển, tiếng tăm đã lan rộng, hội đủ điều kiện họ có thể phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng, trở thành một công ty cổ phần đại chúng.

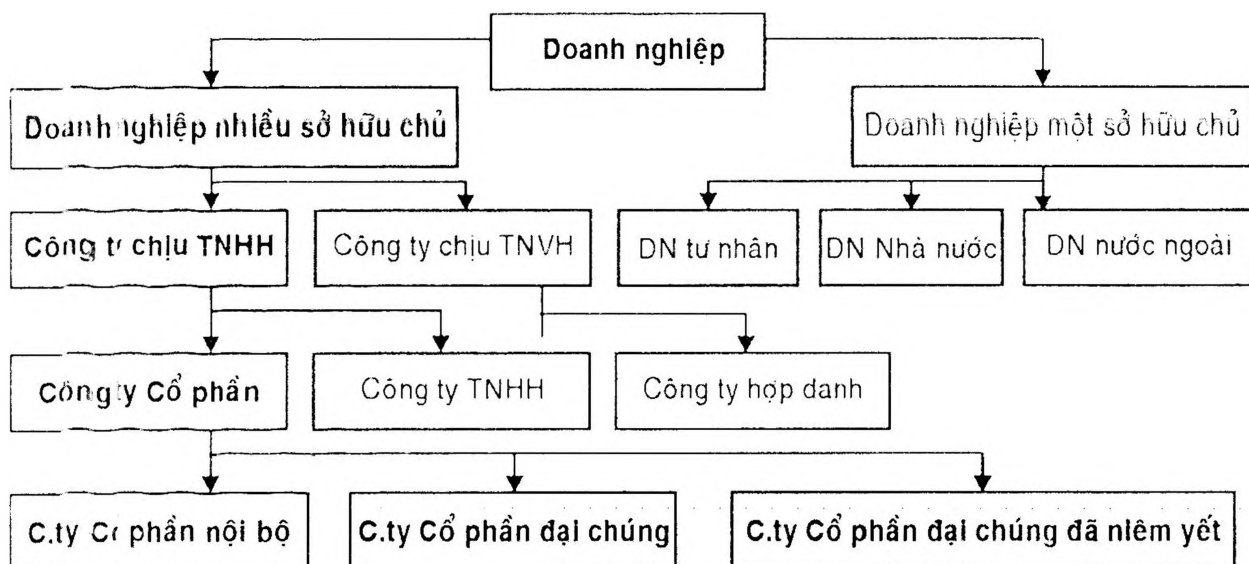
Khi một công ty cổ phần lần đầu tiên phát hành cổ phiếu rộng rãi trong công chúng, người ta gọi công ty đó "trở thành công cộng" (go public). Và đợt phát hành đó được gọi là đợt phát

hành đầu tiên cho công chúng (Initial Public Offering – IPO). Theo quy định của Luật Chứng khoán Việt Nam, công ty đại chúng là công ty cổ phần thuộc một trong ba loại hình sau đây :

- Công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng.
- Công ty có cổ phiếu được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán hoặc Trung tâm giao dịch chứng khoán.
- Công ty có cổ phiếu được ít nhất 100 nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và có vốn điều lệ đã góp từ 10 tỷ đồng trở lên.

3.3. Công ty cổ phần niêm yết (Listed Company) :

Các công ty cổ phần đại chúng tiếp tục con đường phấn đấu của mình để có đủ điều kiện để có thể niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán sẽ trở thành công ty niêm yết. Hàng hóa chứng khoán của họ sẽ được giao dịch trên các thị trường chứng khoán tập trung, họ trở thành những công ty cổ phần hàng đầu của quốc gia, có uy tín, tiếng tăm và được hưởng những điều kiện thuận lợi trong hoạt động sản xuất kinh doanh và huy động vốn.



Hình 3.1 : Các loại hình doanh nghiệp.

Để giúp các bạn dễ dàng hiểu và nắm được vị trí và vai trò của công ty cổ phần trong mối quan hệ với các loại hình doanh nghiệp khác, hình 3.1 trên đây (trang 97) tóm tắt và phân loại tất cả những loại hình doanh nghiệp.

4. CÁC NGUỒN TÀI TRỢ CHO CÔNG TY CỔ PHẦN

4.1. Tài trợ bằng cổ phần thường :

Cổ phần thường là nguồn tài trợ căn bản và quan trọng nhất đối với công ty cổ phần. Nó hình thành nên vốn điều lệ của công ty khi công ty mới thành lập. *Trong quá trình phát triển*, khi công ty có nhu cầu tăng thêm vốn, thì việc phát hành thêm cổ phiếu mới bổ sung cho công ty nguồn vốn tự có quan trọng. *Tuy nhiên*, cần phải xem xét những mặt ưu và nhược điểm của hình thức tài trợ này :

Ưu điểm :

- Phát hành cổ phiếu thường làm tăng vốn tự có, tăng tính tự chủ về mặt tài chính cho công ty. Công ty không phải lo đối phó với việc phải hoàn vốn hay trả lãi cố định cho cổ đông. *Trong trường hợp công ty gặp khó khăn về tài chính*, cổ đông phải có trách nhiệm chia sẻ rủi ro trong kinh doanh, *do đó* giảm nguy cơ phải tổ chức lại hay phá sản công ty.
- Cổ phiếu thường là một loại chứng khoán có khả năng đối phó với lạm phát, nó tạo ra một hàng rào chắn tốt hơn để chống lại tác hại của lạm phát so với cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu.
- Phát hành cổ phiếu thường làm tăng quy mô vốn cho công ty, tăng vốn điều lệ và cũng tạo thêm uy tín cho công ty trên thương trường.

Nhược điểm :

- Phát hành cổ phiếu thường là đi đôi với việc chấp nhận có thêm cổ đông mới, phải chia sẻ quyền kiểm soát công ty cũng như thu nhập cao của công ty cho cổ đông mới. Việc này rất khó được các cổ đông hiện hữu chấp nhận, do đó, công ty thường có những biện pháp kèm theo một đợt phát hành cổ phiếu thường để ngăn chặn và hạn chế sự pha loãng quyền kiểm soát công ty. Một số biện pháp kèm theo như phát hành thêm chứng chỉ quyền ưu tiên mua cổ phiếu mới dành cho các cổ đông hiện hữu của công ty tùy theo tỷ lệ số cổ phần họ đang nắm giữ.
- Cổ tức trả cho cổ đông thường được lấy từ lợi nhuận sau thuế, có nghĩa là chi phí sử dụng vốn này không được khấu trừ khỏi thuế.

4.2. Tài trợ bằng cổ phần ưu đãi :

Việc phát hành cổ phần ưu đãi là một giải pháp dung hòa khi công ty muốn tăng thêm vốn tự có mà không muốn chia sẻ quyền kiểm soát công ty cho các cổ đông mới. Nguồn tài trợ của cổ phần ưu đãi cũng làm tăng vốn chủ sở hữu cho công ty mà không làm tăng thêm nợ như phát hành trái phiếu. Do đó, nó tránh cho công ty rủi ro phá sản khi không có khả năng trả nợ. Mặc dù cổ tức ưu đãi được quy định trước, nhưng nó không phải hoàn toàn là một định phí như trả lãi trái phiếu, mà công ty có những chính sách chia cổ tức ưu đãi linh hoạt hơn mang tính chất nội bộ công ty.

4.3. Tài trợ bằng trái phiếu :

So với hình thức vay nợ các tổ chức tín dụng thì nguồn tài trợ bằng trái phiếu có tính ưu việt hơn vì là hình thức huy động vốn trực tiếp trên thị trường chứng khoán, tính chủ động cao

hơn, quy mô và khả năng vay nợ lớn hơn, chi phí sử dụng vốn rẻ hơn. *Nhưng đầu sao* nó cũng là hình thức vay nợ nên cũng cần cân nhắc những ưu và nhược điểm.

Ưu điểm :

- Việc phát hành trái phiếu để tăng vốn tránh cho công ty lệ thuộc vào ngân hàng.
- Chi phí phát hành trái phiếu thường là thấp hơn so với phát hành cổ phiếu thường.
- Chủ sở hữu công ty không phải chia sẻ quyền kiểm soát công ty cũng như thu nhập cao của công ty cho trái chủ.
- Chi phí trả lãi trái phiếu được khấu trừ khỏi thuế.

Nhược điểm :

- Phát hành trái phiếu là chấp nhận tăng thêm nợ, do đó công ty phải cân nhắc không nên để hệ số nợ quá cao để dẫn đến khả năng rủi ro phá sản.
- Trái phiếu đặt ra cho công ty một nghĩa vụ phải hoàn trả vốn và lãi đúng hạn, đầy đủ cho trái chủ. Đây thực sự là một gánh nặng khi công ty gặp khó khăn.

Trong thực tế, công ty cổ phần có lợi điểm hơn so với các loại hình doanh nghiệp khác trong việc huy động vốn. *Đây chính là yếu tố* quyết định sự tăng trưởng nhanh của công ty cổ phần nếu biết sử dụng vốn có hiệu quả.

5. CỔ TÚC CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN

Cổ tức mỗi cổ phần (Dividend per Share) : là phần tiền lời được chia cho mỗi cổ phần thường, lấy từ lợi nhuận ròng sau

thuế sau khi trừ cổ tức ưu đãi. Về nguồn gốc, cổ tức là phần lợi nhuận sau thuế của công ty cổ phần sau khi chi trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi (nếu có) theo tính chất ưu đãi về mặt tài chính của cổ phiếu ưu đãi. Cổ tức chính là phần còn lại là của thu nhập dành cho cổ đông thường, sau khi đã trừ phần lợi nhuận chia cho cổ đông ưu đãi.

Cổ đông thường với tư cách là người chủ sở hữu công ty trực tiếp tham gia điều hành công ty, là người chịu trách nhiệm cũng như hưởng thụ kết quả cuối cùng của việc kinh doanh nên sẽ không hưởng hết phần thu nhập dành cho cổ đông. Phần thu nhập của cổ đông thường được chia làm hai phần :

- Một phần thu nhập giữ lại không chia trích vào quỹ để tái đầu tư.
- Một phần dành chia cho các cổ đông được gọi là cổ tức mỗi cổ phần.

Tỷ lệ phân chia giữa hai phần này thể hiện tính hiệu quả của chính sách cổ tức công ty nó cũng là nhân tố quan trọng trong chiến lược phát triển công ty.

Cổ tức ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của cổ đông và là mối quan tâm hàng đầu của người đầu tư vào cổ phiếu. Tuy nhiên, một chính sách cổ tức khôn ngoan phải tùy thuộc vào chiến lược phát triển công ty vì phần lợi nhuận giữ lại sẽ góp phần thúc đẩy sự tăng trưởng của công ty trong tương lai.

Các chỉ tiêu đánh giá chính sách cổ tức :

$$\text{Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)} = \frac{\text{Thu nhập ròng} - \text{Cổ tức ưu đãi}}{\text{Số cổ phần đang lưu hành}}$$

$$\text{Cổ tức mỗi CP (DPS)} = \frac{\text{Thu nhập ròng} - \text{Thu nhập giữ lại} - \text{Cổ tức ưu đãi}}{\text{Số cổ phần đang lưu hành}}$$

$$\text{Tỷ số thanh toán cổ tức} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

$$\begin{aligned} \text{Tỷ số thu nhập giữ lại} &= 1 - \text{Tỷ số thanh toán cổ tức} \\ &= 1 - \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}} \end{aligned}$$

Ý nghĩa của cổ tức :

Trong công ty cổ phần, việc quyết định định hướng phân chia lợi tức cổ phần cho các cổ đông là vấn đề hết sức quan trọng, nó không đơn thuần chỉ là việc chia lãi cho các cổ đông mà có ý nghĩa trên nhiều mặt.

- Ảnh hưởng trực tiếp đến lợi ích của cổ đông : Sự tăng (giảm) cổ tức ảnh hưởng trực tiếp đến thu nhập của đại bộ phận cổ đông dẫn đến ảnh hưởng đến trị giá cổ phiếu của công ty trên TTCK.
- Ảnh hưởng đến sự tăng trưởng và phát triển của công ty trong tương lai. Việc phân chia cổ tức quyết định số lợi nhuận lưu giữ nhiều hay ít. Điều này ảnh hưởng tới nguồn vốn bên trong tài trợ cho các nhu cầu mở rộng sản xuất, kinh doanh của công ty trong tương lai.

Các hình thức cổ tức :

- Cổ tức tiền mặt.
- Cổ tức cổ phiếu.
- Cổ tức tài sản.

Các nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến việc quyết định phân chia cổ tức :

■ Những quy định pháp lý :

Việc phân chia cổ tức phải tuân thủ những quy định pháp lý nhất định. Những nguyên tắc sau đây có tính chất thông lệ được nhiều nước sử dụng :

- Nguyên tắc lợi nhuận ròng.
 - Nguyên tắc bảo toàn vốn.
 - Nguyên tắc tài chính lành mạnh.
 - Nguyên tắc lập quỹ dự trữ.
- Nhu cầu hoàn trả nợ vay : Nếu công ty đã sử dụng nhiều khoản vay dài hạn để đầu tư thì cần phải giữ lại phần nhiều lợi nhuận để chuẩn bị cho việc trả nợ.
- Cơ hội đầu tư : Nếu doanh nghiệp có những cơ hội đầu tư hứa hẹn khả năng tăng trưởng cao thì công ty có xu hướng giữ lại phần lớn lợi nhuận ròng để tái đầu tư.
- Mức doanh lợi vốn của công ty : Nếu công ty có mức doanh lợi vốn đạt cao hơn so với các doanh nghiệp khác thì các cổ đông có xu hướng muốn để lại phần lớn lợi nhuận ròng để tái đầu tư và ngược lại.
- Sự ổn định về lợi nhuận của công ty : Nếu công ty có mức lợi nhuận tương đối ổn định hoặc chắc chắn tăng trong tương lai thì công ty có thể dành phần lớn lợi nhuận ròng để chi trả cổ tức và ngược lại.
- Khả năng thâm nhập vào thị trường vốn : Những công ty lớn, có thời gian hoạt động lâu, có lợi nhuận tương đối ổn định, có uy tín cao... thường có khả năng dễ dàng huy

động vốn trên thị trường tài chính. Vì vậy, các công ty này có thể dành tỷ lệ cao lợi nhuận sau thuế để trả cổ tức và ngược lại.

- Xu thế của nền kinh tế : Trong thời kỳ nền kinh tế suy thoái, ít có cơ hội đầu tư, lãi suất thị trường sụt giảm. Nếu công ty có nhu cầu về vốn, có thể dễ dàng vay vốn với khối lượng lớn với lãi suất thấp, thì công ty có thể dành phần lớn lợi nhuận ròng để trả cổ tức và ngược lại.
- Quyền kiểm soát công ty : Nếu các cổ đông của công ty muốn duy trì quyền quản lý và kiểm soát công ty thì thường giữ lại phần nhiều lợi nhuận ròng để tái đầu tư và ngược lại.
- Vị trí của cổ đông trong việc thực hiện nghĩa vụ nộp thuế thu nhập cá nhân : nếu công ty do số ít cổ đông nắm giữ quyền kiểm soát thì họ có xu hướng muốn chia cổ tức với tỷ lệ thấp để tránh phải nộp thuế thu nhập cá nhân ở mức cao và ngược lại.

Lý thuyết ổn định cổ tức và lý thuyết thặng dư cổ tức :

- Lý thuyết ổn định cổ tức :

Theo lý thuyết này, công ty đảm bảo duy trì việc trả cổ tức liên tục qua các năm. Mức trả cổ tức qua các năm là tương đối ổn định mặc dù lợi nhuận hàng năm có thể biến động. Việc thực hiện định hướng ổn định cổ tức mang lại cho công ty những lợi ích như :

- Làm tăng giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Những công ty thực hiện trả cổ tức ổn định sẽ tạo ra sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư ở khả năng thận được thu nhập dưới hình thức cổ tức một cách chắc chắn, điều này tạo ra một hình ảnh đẹp, ổn định sinh

doanh của công ty, dẫn đến làm tăng giá cổ phiếu của công ty trên thị trường và ngược lại.

- Tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý, điều hành hoạt động kinh doanh của công ty. Thực hiện trả cổ tức ổn định dẫn đến ổn định thành phần cổ đông, tạo thuận lợi cho công tác quản lý công ty và ngược lại.
- Tạo điều kiện để chứng khoán của công ty được niêm yết, trao đổi trên Sở giao dịch chứng khoán. Việc trả cổ tức ổn định là một trong các điều kiện để cổ phiếu của công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, tạo thuận lợi cho công ty trong việc huy động vốn đầu tư trên thị trường.

Tuy nhiên, việc trả cổ tức ổn định làm cho công ty không chú trọng trong việc sử dụng nguồn lợi nhuận để lại để đáp ứng các nhu cầu đầu tư, bổ sung, tăng vốn kinh doanh.

■ Lý thuyết thặng dư cổ tức :

Theo lý thuyết này, công ty cổ phần chỉ thực hiện việc chi trả cổ tức sau khi đã ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, đảm bảo cơ cấu huy động vốn tối ưu cho đầu tư của công ty. *Như vậy*, lý thuyết cổ tức này bị phụ thuộc vào cơ hội đầu tư của công ty. Lý do chủ yếu để lựa chọn mô hình trả cổ tức này là :

- Trường hợp công ty đang có nhiều cơ hội đầu tư tăng trưởng.
- Công ty sẽ giảm được chi phí sử dụng vốn.
- Giúp cổ đông tránh thuế hoặc hoãn thuế thu nhập cá nhân.
- Tránh phải phân chia quyền kiểm soát, biểu quyết.

Tuy nhiên, trả cổ tức theo lý thuyết này sẽ làm cho thu nhập thực tế của cổ đông bị sụt giảm, ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư, dẫn đến nhà đầu tư đánh giá thấp và trả giá thấp về cổ phiếu của công ty.

6. TÁCH VÀ GỘP CỔ PHẦN

6.1. Tách cổ phần (Stock split) :

Giả sử một công ty cổ phần đang trong quá trình lan ăn cực kỳ phát đạt, doanh số gia tăng, lợi nhuận gia tăng và lãi cổ phần chia cho cổ đông cũng gia tăng, do đó giá cổ phiếu trên thị trường cũng tăng cao. *Điều này làm cho các cổ đông hưởng lợi nhiều, song cũng có điều bất lợi là khó bán được các cổ phiếu vì mức giá quá cao. Trong trường hợp như vậy, công ty sẽ tiến hành tách cổ phần, tức là chia nhỏ giá trị các cổ phần.*

Ví dụ : Một nhà đầu tư đang sở hữu 500 cổ phiếu của công ty Z, nếu công ty này thực hiện tách cổ phần theo tỷ lệ 10:1 thì nhà đầu tư lúc này sẽ là chủ của 5.000 cổ phiếu : $500 \times 10/1 = 5.000$ và mệnh giá của cổ phiếu được điều chỉnh, bằng cách lấy mệnh giá nhân (x) với nghịch đảo của tỷ số trên. Cũng theo ví dụ trên, nếu mệnh giá của cổ phiếu trước khi thực hiện tách cổ phần là 100.000 đ thì sau khi thực hiện tách cổ phần theo tỷ lệ 10:1 mệnh giá của cổ phiếu lúc này sẽ là $100.000 \text{ đ} \times 1/10 = 10.000 \text{ đ}$.

Như vậy, việc tách cổ phần sẽ làm gia tăng số lượng cổ phần đã đăng ký và làm giảm mệnh giá của cổ phiếu. Tuy nhiên, tổng giá trị của cổ phiếu trước và sau khi tách cổ phần không thay đổi.

Theo ví dụ trên, tổng giá trị cổ phiếu trước khi thực hiện tách cổ phần là : $500 \text{ CP} \times 100.000 \text{ đ} = 50 \text{ triệu}$. Tổng giá trị

của cổ phiếu sau khi tách cổ phần vẫn như cũ là : $5.000 \text{ CP} \times 10.000 \text{ đ} = 50 \text{ triệu đồng}$.

Mục đích của việc tách cổ phần nhằm làm cho thị giá của cổ phiếu giảm xuống để cổ phiếu tăng sức hấp dẫn, có giá thị trường hơn. Bởi lẽ, các nhà đầu tư rất hào hứng tìm mua các cổ phần chia nhỏ này, vì nó chứng tỏ sau một thời gian dài hoạt động công ty đã thành công vượt mức. Chính vì thế giá cả trên thị trường của các cổ phần chia nhỏ không chỉ dừng lại ở mức giá tr lý thuyết mà có khi tăng cao hơn, do số người tìm mua ngày một tăng lên. Khi thực hiện tách cổ phần, công ty sẽ cấp phát các giấy chứng nhận cổ phần mới theo tỷ lệ quy đổi.

6.2. Gộp cổ phần (Reverse split) :

Việc tách cổ phần sẽ tạo ra số lượng cổ phiếu lớn hơn, ngược lại, việc gộp cổ phần lại tạo ra số lượng cổ phiếu nhỏ hơn. Việc tách cổ phần nhằm điều chỉnh cho giá thị trường của cổ phiếu hạ xuống, còn việc gộp cổ phần nhằm điều chỉnh cho giá thị trường của cổ phiếu tăng lên.

Một công ty cổ phần sẽ thực hiện gộp cổ phần với mục đích nhằm làm tăng thị giá của cổ phiếu. Chẳng hạn, việc gộp cổ phần theo tỷ lệ 1:3 sẽ làm tăng giá cổ phiếu lên 3 lần. Điều này làm giảm số lượng cổ phiếu đang lưu hành vì các cổ đông sẽ nhận được 1 cổ phiếu mới thay cho 3 cổ phiếu cũ.

Ví dụ : Một nhà đầu tư đang làm chủ 1.500 cổ phiếu của công ty X, mệnh giá mỗi cổ phiếu là 100.000 đ. Khi công ty thực hiện gộp cổ phần theo tỷ lệ 1:3 thì nhà đầu tư lúc này sẽ sở hữu 500 cổ phiếu : $1.500 \times 1/3 = 500$ cổ phiếu, và mệnh giá cổ phiếu mới được điều chỉnh là : $100.000 \text{ đ} \times 3/1 = 300.000 \text{ đ}$

Tuy nhiên, tổng giá trị của cổ phiếu trước và sau khi thực hiện gộp cổ phần vẫn không thay đổi. Tổng giá trị cổ phiếu trước

khi gộp cổ phần : $1.500 \text{ CP} \times 100.000 \text{ đ} = 150 \text{ triệu đồng}$. Tổng giá trị cổ phiếu sau khi gộp cổ phần : $500 \text{ CP} \times 300.000 \text{ đ} = 150 \text{ triệu đồng}$.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Thế nào là công ty cổ phần ? Công ty cổ phần có những đặc điểm, kể cả ưu điểm và nhược điểm, gì so với các loại hình công ty khác ?
2. Công ty cổ phần đóng vai trò gì trong nền kinh tế nói chung và cho sự phát triển của thị trường tài chính nói riêng ?
3. Trình bày một cách có hệ thống về cơ cấu tổ chức cũng như quản lý một công ty cổ phần.
4. Trình bày có hệ thống các loại hình công ty cổ phần. Giải thích sự khác biệt giữa các loại hình công ty cổ phần này.
5. Trình bày có hệ thống và phân tích ưu nhược điểm của từng hình thức tài trợ cho hoạt động công ty cổ phần.
6. Cổ tức có tác động như thế nào đến giá trị công ty cổ phần ? Một công ty nên chia cổ tức cao hay thấp để làm hài lòng cổ đông và nhà đầu tư ?
7. Tách và gộp cổ phiếu có những tác động gì ? Tại sao đôi khi công ty lại tách hoặc gộp cổ phiếu ?

Chương 4

THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

■ MỤC TIÊU

Chương này cung cấp cho bạn đọc kiến thức về hoạt động của thị trường sơ cấp. Đọc xong chương này, bạn có thể :

- Hiểu được mục tiêu và chức năng hoạt động của thị trường sơ cấp.
- Nắm được những hoạt động căn bản trên thị trường sơ cấp bao gồm chuẩn bị phát hành, bảo lãnh và phát hành chứng khoán.
- Nắm được mục tiêu và cách thức phát hành từng loại chứng khoán trên thị trường sơ cấp bao gồm phát hành lần đầu và phát hành bổ sung các loại trái phiếu và cổ phiếu ra công chúng.

1. GIỚI THIỆU THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN SƠ CẤP

1.1. Khái niệm :

Thị trường sơ cấp, như đã giới thiệu trong chương đầu, là nơi mua bán các chứng khoán lần đầu phát hành. *Trên thị trường này* vốn của nhà đầu tư sẽ chuyển sang nhà phát hành khi nhà đầu tư mua các chứng khoán phát hành. Thị trường sơ cấp thực hiện chức năng quan trọng nhất của thị trường tài chính, đó là chức năng huy động vốn và là tiền đề cho hoạt động của thị trường thứ cấp.

1.2. Chức năng của thị trường sơ cấp :

1.2.1. Đối với nền kinh tế quốc dân :

Thị trường sơ cấp đóng vai trò rất quan trọng đối với nền kinh tế. Trong nền kinh tế, càng có nhiều đợt phát hành chứng khoán thì càng làm tăng thêm vốn đầu tư cho nền kinh tế. Qua đó, hình thành kênh huy động và phân bổ vốn đến với những dự án đầu tư có hiệu quả, nhằm tạo ra nhiều giá trị nhất cho nền kinh tế.

1.2.2. Đối với Chính phủ :

Thị trường sơ cấp giúp Chính phủ phát hành các đợt trái phiếu Chính phủ, trái phiếu địa phương, trái phiếu đô thị và trái phiếu các dự án đầu tư để thu hút những nguồn vốn không lồ nhằm giúp Chính phủ thực hiện chiến lược phát triển kinh tế quốc dân, phát triển cơ sở hạ tầng và các chương trình quốc gia về xã hội, an ninh quốc phòng... Nguồn vốn từ trái phiếu Chính phủ phát hành trong và ngoài nước, là nguồn vốn quan trọng để bổ sung vào ngân sách Nhà nước, giải quyết vấn đề thâm hụt ngân sách Nhà nước, quản lý lạm phát, và quan trọng hơn là thực hiện được những dự án đầu tư phát triển kinh tế xã hội.

1.2.3. Đối với các doanh nghiệp :

Với chức năng huy động vốn, thị trường sơ cấp là kênh phát hành chứng khoán của các doanh nghiệp để thu hút vốn đầu tư. So với nguồn vốn vay từ ngân hàng thì thị trường phát hành chứng khoán đã tạo ra những ưu điểm vượt trội trong huy động vốn của các doanh nghiệp về các phương diện chi phí sử dụng vốn rẻ hơn, tính chủ động cao hơn và khả năng huy động vốn to lớn và đa dạng hơn.

2. PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH

Phương thức phát hành là cách thức để đưa chứng khoán ra bán cho các nhà đầu tư. *Thông thường* có hai phương thức phát hành được sử dụng phổ biến : Phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng.

2.1. Phát hành riêng lẻ (Private Placement) :

Phát hành riêng lẻ là hình thức bán riêng cho các nhà đầu tư lớn hoặc là bán chứng khoán của các công ty nhỏ không có điều kiện bán rộng rãi ra công chúng. Công ty thường lựa chọn phát hành riêng lẻ vì một số nguyên nhân sau :

- Công ty không đủ tiêu chuẩn để phát hành ra công chúng.
- Số lượng vốn cần huy động thấp. Do đó nếu phát hành dưới hình thức bán ra công chúng thì chi phí trên mỗi đồng vốn huy động sẽ trở nên quá cao.
- Công ty phát hành cổ phiếu nhằm mục đích duy trì các mối quan hệ kinh doanh. Ví dụ như phát hành cổ phiếu cho các nhà cung cấp hay tiêu thụ sản phẩm.
- Phát hành cho cán bộ công nhân viên chức của công ty.

Tại Mỹ, quy định về phát hành riêng lẻ bao gồm số lượng nhà đầu tư không vượt quá 35 người, việc phát hành không được công bố rộng rãi ra công chúng dưới mọi hình thức trừ hình thức hội nghị có quy mô hẹp với các nhà đầu tư tiềm năng. Tại Thái Lan, phát hành riêng lẻ là đợt phát hành có số lượng nhà đầu tư không vượt quá 35 người và giá trị của đợt phát hành không qua 20 triệu bath, không phải nộp đơn xin phép nhưng phải đăng ký và nộp lệ phí cho Ủy ban chứng khoán.

2.2. Phát hành ra công chúng (Public Offerings) :

Phát hành ra công chúng là việc phát hành chứng khoán rộng rãi ra công chúng với quy mô và số lượng lớn. Phát hành ra công chúng có mức độ ảnh hưởng đến nhiều người nên việc phát hành này phải có những điều kiện nhất định. Tùy vào pháp luật về chứng khoán của từng nước, các công ty cổ phần muốn phát hành ra công chúng phải có một mức vốn điều lệ tương đối lớn, phải hoạt động có lãi trong một khoảng thời gian nào đó và phải có phương án khả thi sử dụng số vốn huy động từ đợt phát hành.

Việc phát hành ra công chúng với sự tham gia và bảo đảm của các tổ chức bảo lãnh phát hành có uy tín sẽ đảm bảo việc huy động vốn của công ty được thành công. Phát hành ra công chúng được thực hiện theo một trong hai phương thức sau :

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

Việc chào bán cổ phiếu công khai ra công chúng có thể được thực hiện thông qua tổ chức bảo lãnh phát hành, hoặc bán đấu giá công khai ra công chúng.

3. PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN LẦN ĐẦU RA CÔNG CHỨNG (IPO)

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

Việc cơ quan quản lý thị trường chứng khoán đặt ra yêu cầu cao đối với các công ty phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng vì một số lý do sau :

- *Phát hành chứng khoán ra công chúng* là việc phát hành chứng khoán cho một số lượng lớn công chúng đầu tư. Nhiều người trong số đó là các nhà đầu tư nhỏ, các nhà đầu tư không có sự hiểu biết và khả năng phân tích cao về chứng khoán. Do đó, để bảo vệ các nhà đầu tư này, chứng khoán phát hành phải là chứng khoán có chất lượng cao và công ty phát hành phải là các công ty có triển vọng phát triển trong tương lai.
- Do các công ty lần đầu phát hành ra công chúng nên các thông tin liên quan đến các công ty không được nhiều người biết đến. Các chuyên gia phân tích cũng không có điều kiện theo dõi các công ty này trước khi công ty thực hiện việc phát hành. Việc đưa ra các yêu cầu cao về chất lượng đối với các công ty lần đầu phát hành ra công chúng là để bù đắp những sự thiếu hụt về thông tin cho công chúng đầu tư.

Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán còn khá mới mẻ, việc đưa ra các loại hàng hóa chất lượng cao sẽ bước đầu tạo dựng niềm tin cho công chúng đầu tư và cũng là một trong những biện pháp kích cầu chứng khoán trong giai đoạn đầu thành lập thị trường. Muốn phát hành chứng khoán ra công chúng, nhà phát hành phải thỏa mãn các tiêu chuẩn về định lượng và định tính.

3.1.1. Các tiêu chuẩn định lượng bao gồm :

- Công ty phải có quy mô nhất định.
- Công ty phải hoạt động có hiệu quả trong một số năm liên tục khi xin phép phát hành ra công chúng.
- Tổng giá trị của đợt phát hành phải đạt quy mô nhất định.
- Một tỷ lệ nhất định của đợt phát hành phải được bán cho một số lượng quy định công chúng đầu tư.
- Các thành viên sáng lập của công ty phải cam kết nắm một tỷ lệ nhất định vốn cổ phần của công ty trong một khoảng thời gian quy định.

3.1.2. Các tiêu chuẩn định tính bao gồm :

- Các nhà quản lý bao gồm thành viên Ban Giám Đốc điều hành và Hội đồng quản trị phải có trình độ và kinh nghiệm quản lý công ty.
- Cơ cấu tổ chức của công ty phải hợp lý và phải vì lợi ích của các nhà đầu tư. *Có nghĩa là cơ cấu công ty phải hạn chế ở mức độ cao nhất những xung đột liên quan đến quyền lợi của các bên liên quan, xung đột giữa chủ sở hữu và nhà quản lý.*
- Các báo cáo tài chính, bản cáo bạch và các tài liệu cung cấp thông tin của công ty phải có độ tin cậy cao nhất. *Điều này có nghĩa là các báo cáo tài chính của công ty phải được kiểm toán bởi các tổ chức kiểm toán có uy tín. Các tài liệu khác phải được lập theo đúng quy định, ngôn từ và các ký hiệu trong các tài liệu phải rõ ràng và phải được lập hay thẩm tra của các tổ chức theo quy định.*

- Công ty phải có phương án khả thi về việc sử dụng vốn thu được từ đợt phát hành.
- Công ty phải được một hoặc một số các tổ chức bảo lãnh phát hành đứng ra cam kết bảo lãnh cho đợt phát hành.

Vận dụng vào điều kiện Việt Nam, Luật Chứng khoán Việt Nam quy định điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng như sau :

Điều kiện chào bán cổ phiếu ra công chúng bao gồm :

- Doanh nghiệp có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ 10 tỷ đồng VN trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ sách kế toán.
- Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán.
- Có phương án phát hành và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán được Đại hội đồng cổ đông thông qua.

Điều kiện chào bán trái phiếu ra công chúng bao gồm :

- Doanh nghiệp có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ 10 tỷ VNĐ trở lên tính theo giá trị sổ kế toán.
- Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm.
- Có phương án phát hành, phương án sử dụng và trả nợ vốn thu được từ đợt chào bán được Hội đồng quản trị hoặc Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty thông qua.

- Có cam kết thực hiện nghĩa vụ của tổ chức phát hành đối với nhà đầu tư về điều kiện phát hành, thanh toán, đảm bảo quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và các điều kiện khác.

3.2. Thủ tục phát hành lần đầu :

Thông thường, trước khi tiến hành việc chào bán chứng khoán ra công chúng lần đầu, công ty phát hành phải chọn cho mình một hoặc một số tổ chức bảo lãnh phát hành. Việc chọn lựa công ty bảo lãnh phát hành do Hội đồng quản trị quyết định. Thủ tục phát hành lần đầu trải qua các khâu cụ thể sau :

3.2.1. Chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành :

Sau khi chấp nhận bảo lãnh phát hành, tổ chức bảo lãnh sẽ liên hệ với công ty tư vấn và các tổ chức đại lý phân phối để thiết lập tổ hợp bảo lãnh (nếu cần). Tổ chức bảo lãnh phải ký cam kết bảo lãnh phát hành với tổ chức phát hành. Cam kết bảo lãnh phát hành là một trong những tài liệu của hồ sơ xin phép phát hành.

Tổ chức bảo lãnh cùng với tổ chức phát hành tiến hành chuẩn bị bộ hồ sơ xin phép phát hành. Hiện nay, theo Thông tư số 17/2007/TT-BTC ban hành ngày 13/3/2007, hồ sơ xin phép phát hành chứng khoán ra công chúng bao gồm các tài liệu sau :

a. Giấy đăng ký chào bán cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng lập theo mẫu (Thông tư số 17/2007/TT-BTC ban hành ngày 13/3/2007).

b. Bản cáo bạch lập theo mẫu do Bộ Tài chính quy định và phải bao gồm các nội dung sau đây :

- Thông tin tóm tắt về tổ chức phát hành bao gồm mô hình tổ chức bộ máy, hoạt động kinh doanh, tài sản, tình hình

tài chính, Hội đồng quản trị hoặc Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng giám đốc và cơ cấu cổ đông (nếu có);

- Thông tin về đợt chào bán và chứng khoán chào bán bao gồm điều kiện chào bán, các yếu tố rủi ro, dự kiến kế hoạch lợi nhuận và cổ tức của năm gần nhất sau khi phát hành chứng khoán, phương án phát hành và phương án sử dụng tiền thu được từ đợt chào bán;
- Báo cáo tài chính của tổ chức phát hành trong hai năm gần nhất phải đáp ứng các yêu cầu sau :
 - Tuân thủ chế độ kế toán hiện hành của Nhà nước;
 - Báo cáo tài chính bao gồm bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh, báo cáo lưu chuyển tiền tệ và thuyết minh báo cáo tài chính;
 - Trường hợp tổ chức phát hành là công ty mẹ thì tổ chức phát hành phải nộp báo cáo tài chính hợp nhất theo quy định của pháp luật về kế toán kèm theo báo cáo tài chính của chính công ty mẹ;
 - Báo cáo tài chính năm phải được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán độc lập được chấp thuận. Ý kiến kiểm toán đối với các báo cáo tài chính phải thể hiện chấp nhận toàn bộ. Trường hợp ý kiến kiểm toán là chấp nhận có ngoại trừ thì khoản ngoại trừ phải là không trọng yếu và phải có tài liệu giải thích hợp lý về cơ sở cho việc ngoại trừ đó;
 - Trường hợp hồ sơ được nộp trước ngày 01 tháng 3 hàng năm, báo cáo tài chính năm của năm trước đó trong hồ sơ ban đầu có thể là báo cáo chưa có kiểm toán, nhưng

phải có báo cáo tài chính được kiểm toán của hai năm trước liền kề;

- Trường hợp ngày kết thúc kỳ kế toán của báo cáo tài chính gần nhất cách thời điểm gửi hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng hợp lệ cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước quá chín mươi ngày, tổ chức phát hành phải lập báo cáo tài chính bổ sung đến tháng hoặc quý gần nhất;
- Trường hợp có những biến động bất thường sau thời điểm kết thúc niên độ của báo cáo tài chính gần nhất, tổ chức phát hành cần lập báo cáo tài chính bổ sung đến tháng hoặc quý gần nhất;
- Báo cáo tài chính nếu là bản sao, thì phải là bản sao có chứng thực của cơ quan công chứng hoặc của tổ chức kiểm toán (trường hợp báo cáo tài chính đã được kiểm toán) hoặc của tổ chức phát hành (trường hợp báo cáo tài chính chưa được kiểm toán).
- Bản cáo bạch phải có chữ ký của Chủ tịch Hội đồng quản trị, Hội đồng thành viên hoặc Chủ tịch công ty, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Giám đốc tài chính hoặc Kế toán trưởng của tổ chức phát hành và người đại diện theo pháp luật của tổ chức bảo lãnh phát hành hoặc tổ chức bảo lãnh phát hành chính (nếu có). Trường hợp ký thay phải có giấy ủy quyền.

c. Điều lệ công ty có nội dung phù hợp với các quy định của pháp luật;

d. Quyết định của Đại hội đồng cổ đông thông qua phương án phát hành và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng;

e. Cam kết bảo lãnh phát hành (nếu có) theo mẫu. Trường hợp có tổ hợp bảo lãnh phát hành, thì cam kết bảo lãnh phát hành của tổ chức bảo lãnh phát hành chính phải kèm theo hợp đồng giữa các tổ chức bảo lãnh phát hành. Các tài liệu về cam kết bảo lãnh phát hành có thể được gửi sau các tài liệu khác, nhưng chậm nhất phải trước ngày Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp giấy chứng nhận đăng ký chào bán;

f. Quyết định của Hội đồng quản trị công ty thông qua hồ sơ. Đối với việc chào bán cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng của tổ chức tín dụng, hồ sơ phải có văn bản chấp thuận của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam;

g. Trường hợp một phần hoặc toàn bộ hồ sơ đăng ký chào bán cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng được tổ chức, cá nhân có liên quan xác nhận thì tổ chức phát hành phải gửi văn bản xác nhận của tổ chức, cá nhân đó cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Sau khi hoàn thành việc chuẩn bị hồ sơ, tổ chức bảo lãnh chuyển hồ sơ xin phép phát hành cho công ty tư vấn luật để xem xét các khía cạnh pháp lý liên quan tới đợt phát hành đó. Công ty tư vấn chịu trách nhiệm xem xét và đảm bảo hồ sơ đầy đủ và hợp lệ theo đúng quy định của Ủy ban Chứng khoán.

Tiên hành soát xét và xác định trách nhiệm giữa tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh và các công ty tư vấn. Các bên sẽ ký vào biên bản cuộc họp, biên bản này sẽ là một trong những cơ sở pháp lý để giải quyết vấn đề kiện tụng phát sinh nếu có sau này.

3.2.2. Nộp hồ sơ xin phép phát hành lên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước :

Sau khi kết thúc giai đoạn "phân tích, đánh giá", tổ chức bảo lãnh hoàn chỉnh hồ sơ xin phép phát hành lần cuối cùng và

trình lên UBCK. Hồ sơ được gửi trực tiếp đến Ủy ban Chứng khoán hoặc gửi qua đường bưu điện. Ở Việt Nam, các tổ chức bảo lãnh chưa phát triển nên luật pháp quy định công ty phát hành là người nộp hồ sơ xin phép phát hành lên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Trong thời gian xét duyệt hồ sơ xin phép phát hành, tổ chức bảo lãnh cùng với tổ chức phát hành phải thực hiện tất cả việc sửa đổi, bổ sung theo yêu cầu của Ủy ban Chứng khoán. Các sửa đổi bổ sung này phải được lập bằng văn bản và gửi đến Ủy ban Chứng khoán. Cần lưu ý rằng Ủy ban Chứng khoán chỉ bắt đầu tính thời gian xét duyệt kể từ ngày nhận được hồ sơ xin phép phát hành đầy đủ hợp lệ.

Trong thời gian này tổ chức bảo lãnh có thể sử dụng một cách trung thực và chính xác các thông tin trong bản cáo bạch đã gửi Ủy ban Chứng khoán để thăm dò nhu cầu của nhà đầu tư (road show), nhưng không được phép mời chào, quảng cáo cũng như tiết lộ các thông tin về giá cả của cổ phiếu hoặc triển vọng của tổ chức phát hành.

Cũng trong thời gian này, tổ chức bảo lãnh phối hợp với tổ chức phát hành dự thảo công bố phát hành và bản cáo bạch tóm tắt, lựa chọn các phương tiện thông tin đại chúng để công bố việc phát hành và các thông tin liên quan.

3.2.3. Công bố phát hành và phân phối chứng khoán :

Sau khi hồ sơ xin phép phát hành có hiệu lực, tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh phát hành tiến hành công bố phát hành và phân phối chứng khoán.

Công bố phát hành :

Ngay sau khi nhận được giấy phép phát hành, tổ chức phát hành phải gửi cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước các tài liệu phục vụ cho việc phân phối, bao gồm :

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

Trong thời hạn 7 ngày, kể từ ngày giấy chứng nhận chào bán chứng khoán ra công chúng có hiệu lực, tổ chức phát hành phải công bố Bản thông báo phát hành trên một tờ báo điện tử hoặc báo viết trong ba số báo liên tiếp.

Đưa bản cáo bạch tóm tắt tới công ty in ấn và đề nghị kiểm tra bản thảo lần cuối cùng trước khi đưa in hàng loạt. Sau khi đưa in, chuyển các bản cáo bạch tóm tắt tới tất cả các chi nhánh, đại lý phân phối hoặc những nơi công cộng để các nhà đầu tư dễ dàng tiếp cận.

Phân phối chứng khoán :

Tổ chức bảo lãnh hoặc tổ chức phát hành yêu cầu các nhà đầu tư điền vào các phiếu đăng ký mua, trong đó ghi rõ tên, địa chỉ liên lạc, số lượng chứng khoán đăng ký, số tiền ký quỹ. Các phiếu đăng ký phải có phần gốc ghi lại các thông tin chính để tiện tham khảo khi cần thiết.

Yêu cầu nhà đầu tư đặt cọc một khoản tiền, nhưng không quá 10% trị giá chứng khoán đăng ký mua. Việc ký quỹ có thể được thực hiện bằng tiền mặt hoặc séc chuyển khoản của Ngân hàng.

Thời hạn đăng ký mua chứng khoán phải đảm bảo kéo dài tối thiểu 20 ngày.

Hết thời hạn đăng ký mua, tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh phải thông báo cho người đầu tư biết số lượng chứng khoán được mua.

Tổ chức bảo lãnh cần nêu rõ phương thức ưu tiên phân phối, có thể dùng một hoặc một số phương thức sau :

- Ưu tiên về thời gian : Ai đăng ký trước sẽ được ưu tiên mua trước.
- Ưu tiên về số lượng : Ai đăng ký với số lượng lớn sẽ được ưu tiên mua trước.
- Các ưu tiên khác theo thỏa thuận, cần được ghi rõ trong phần đăng ký mua chứng khoán.

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

Kết thúc đợt phát hành :

Tổ chức phát hành và bảo lãnh phát hành chuyển giao tiền và chứng khoán. Nếu hợp đồng bảo lãnh có quy định, tổ chức bảo lãnh đóng vai trò ổn định thị trường sẽ giao dịch nhằm ổn định giá chứng khoán trong thời gian và theo những điều kiện, quy định.

Tại Việt Nam, các tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh phải chuyển giao chứng khoán cho người mua trong thời hạn 30 ngày, kể từ ngày kết thúc đợt phát hành. Tiền thu được từ việc phân phối chứng khoán phải được chuyển vào tài khoản phong tỏa tại một Ngân hàng được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận. Trong thời hạn 10 ngày sau khi kết thúc đợt phát hành, tổ chức phát hành phối hợp với tổ chức bảo lãnh lập báo cáo kết quả phân phối chứng khoán theo quy định.

3.3. 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. Như vậy, bảo lãnh phát hành bao gồm cả việc tư vấn tài chính và phân phối chứng khoán.

Một công ty hay chính quyền địa phương khi có kế hoạch phát hành chứng khoán thường làm việc với một tổ chức bảo lãnh phát hành. Một công ty môi giới – tự doanh chứng khoán cũng có thể trở thành một chuyên gia bảo lãnh phát hành chứng khoán mới bằng cách giúp đưa chứng khoán ra thị trường và bán chứng khoán cho các nhà đầu tư. Chức năng của một tổ chức bảo lãnh phát hành bao gồm :

- Tư vấn cho công ty cách tốt nhất để tăng vốn dài hạn.
- Tăng vốn cho người phát hành bằng cách phân phối chứng khoán mới.
- Mua chứng khoán từ người phát hành sau đó bán lại cho công chúng.
- Phân phối lượng chứng khoán lớn ra công chúng và cho các nhà đầu tư.

Nhìn chung, các nhà phát hành thường không trực tiếp bán chứng khoán mới phát hành của mình mà ký hợp đồng với các nhà bảo lãnh phát hành để thực hiện việc phân phối các chứng khoán đó.

3.3.1. Cơ chế bảo lãnh phát hành chứng khoán :

Hoạt động bảo lãnh phát hành thường do một nhóm bảo lãnh phát hành thực hiện. Nhóm bảo lãnh phát hành gồm có

Công ty quản lý nhóm bảo lãnh (Lead manager) và các công ty thành viên (Syndicate member).

Nhà bảo lãnh phát hành giám sát và điều hành công việc bảo lãnh phát hành, đưa ra quyết định thỏa thuận bảo lãnh phát hành. Trách nhiệm của nhà bảo lãnh phát hành bao gồm :

- Thực hiện việc thỏa thuận bảo lãnh phát hành với nhà phát hành.
- Thiết lập thỏa thuận giữa các thành viên bảo lãnh phát hành, ấn định trách nhiệm pháp lý của thành viên và ấn định tiền công.
- Nhận cam kết về số cổ phần ấn định bảo lãnh phát hành của các thành viên.
- Xác định số lượng cổ phần mà mỗi công ty (trong nhóm bán) sẽ bán.
- Tái phân bổ lại số cổ phần mà thành viên nhóm bảo lãnh phát hành chưa bán hết cho các thành viên khác có nhu cầu thêm hoặc cho thành viên nhóm bán khác.

Khi thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành, các nhà bảo lãnh đã nhận một phần hoặc toàn bộ rủi ro trong việc bán chứng khoán mới phát hành. *Do đó*, các công ty phát hành phải trao cho các tổ chức bảo lãnh phát hành một khoản tiền hoa hồng bảo lãnh phát hành nhất định. Khoản tiền này chính là khoản chênh lệch giữa số tiền thu được do bán chứng khoán và số tiền phải trả lại cho nhà phát hành.

Mức hoa hồng bảo lãnh phát hành phụ thuộc vào chất lượng, quy mô của đợt phát hành và tình hình cụ thể của thị trường vào thời điểm thực hiện phát hành. *Nhìn chung*, các đợt phát hành lần đầu thường có các khoản hoa hồng bảo lãnh phát hành

cao bởi phải chịu nhiều rủi ro trong phân phối chứng khoán. Các công ty có uy tín khi phát hành sẽ phải trả khoản hoa hồng bảo lãnh phát hành thấp hơn các công ty chưa có uy tín trên thị trường.

3.3.2. Các hình thức bảo lãnh phát hành :

Các định chế tài chính trung gian (công ty chứng khoán, ngân hàng đầu tư) thường ký các hợp đồng bảo đảm phát hành các hình thức sau :

Loại 1 : Bảo lãnh bao tiêu (Underwriting) là hình thức bảo đảm chắc chắn (firm commitment) :

Theo hình thức này, công ty môi giới khi nhận bán sẽ mua toàn bộ số chứng khoán của một đợt phát hành của công ty cổ phần và sau đó bán lại cho nhà đầu tư với giá cao hơn để hưởng chênh lệch.

Hoặc thể ký hợp đồng nhận bán toàn bộ chứng khoán với một giá nhất định cho đến hạn không còn ai mua nữa thì công ty môi giới sẽ nhận mua toàn bộ số chứng khoán còn lại. Thường chỉ có các tập đoàn tài chính ngân hàng lớn mới có đủ khả năng tài chính để nhận bảo lãnh phát hành chứng khoán. Khi nhận nhiệm vụ này họ phải mặc nhiên chấp nhận rủi ro do giá của cổ phiếu có thể lên hay xuống thấp hơn giá mua. Do đó, trước khi nhận bao tiêu chứng khoán cho một công ty nào, công ty môi giới phải thẩm tra tình hình mọi mặt của công ty, quan trọng nhất là tình hình tài chính như cơ cấu nguồn vốn và khả năng sinh lợi. Chẳng hạn, công ty muốn bán toàn bộ số cổ phiếu có giá trị là \$10.000.000 công ty môi giới chỉ có thể bán được \$8.000.000, số còn lại \$2.000.000 cổ phiếu không bán được sẽ được công ty môi giới mua bằng tài khoản của chính họ.

Loại 2 : Đại lý phát hành với cố gắng cao nhất (Best effort) :

Các nhà phát hành nhận bán chứng khoán nhưng không nhận mua hết số chứng khoán không bán được. *Nghĩa là* không ký kết đảm bảo bán hết toàn bộ chứng khoán. Họ chỉ cam kết sẽ cố gắng hết sức để bán chứng khoán trong thời hạn, nếu không bán hết số chứng khoán còn lại sẽ được trả cho công ty cổ phần.

Hình thức này được các công ty môi giới không nhiều vốn chấp nhận bởi vì họ không muốn lãnh chịu rủi ro trong kinh doanh chứng khoán, họ chỉ đơn giản nhận bán hộ để hưởng hoa hồng.

Ví dụ : Công ty muốn bán toàn bộ cổ phiếu \$10.000.000, công ty môi giới chỉ có thể bán được \$8.000.000 giá trị cổ phiếu, họ phải trả lại số cổ phiếu có giá trị \$2.000.000 cho công ty phát hành.

Loại 3 : Bảo đảm tất cả hoặc không (All-or-none) :

Trong một số trường hợp, công ty phát hành có thể yêu cầu một số lượng tối thiểu nào đó. Với số lượng ít hơn này, công ty có thể yêu cầu rằng tất cả phải được bán hết, nếu không sẽ bị hủy bỏ toàn bộ số lượng phân phối. *Ngoài ra*, để khuyến khích cho việc chào bán đạt hiệu quả, công ty có thể yêu cầu một số lượng thu lại nào đó. Loại chào bán này gọi là bảo lãnh phát hành tối thiểu hoặc tối đa.

Ví dụ : Công ty muốn bán toàn bộ cổ phiếu \$10.000.000, yêu cầu công ty môi giới phải bán tối thiểu 70% giá trị đợt phát hành tức là công ty phải nhận được số tiền tối thiểu \$7.000.000 hoặc toàn bộ đợt phát hành bị hủy bỏ.

Nói chung, trong việc phát hành chứng khoán ra công chúng, tất nhiên công ty có thể tự làm nhưng thường là nên thông qua

một hay nhiều ngân hàng, công ty tài chính. Tuy phí tồn phát hành có cao hơn nhưng là một sự hợp tác có lợi cho cả đôi bên.

Công ty phát hành sẽ được hỗ trợ về kinh nghiệm vận động bán chứng khoán theo đúng Luật định, nhận được sự tài trợ khi công ty chưa được công chúng biết đến hoặc để huy động một khối lượng vốn đúng hạn. Về phía các ngân hàng hoặc công ty tài chính nhận làm cố vấn, bao tiêu hay đại lý sẽ được hưởng phí hoa hồng hay chênh lệch giá nhưng họ cũng phải nghiên cứu kỹ để tránh rủi ro.

3.3.3. Quy trình thực hiện đợt bảo lãnh phát hành :

Quy trình thực hiện đợt bảo lãnh phát hành bao gồm bốn bước cơ bản : Phân tích và đánh giá khả năng phát hành, chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành, phân phối cổ phiếu và bình ổn và điều hòa thị trường.

Phân tích và đánh giá khả năng phát hành :

Tổ chức bảo lãnh sẽ cùng với công ty thành lập nhóm nghiên cứu tiền khả thi để chuẩn bị phát hành. Nhóm chuẩn bị sẽ tiến hành những phân tích về khả năng phát hành của công ty. Việc phân tích được thực hiện ở những khía cạnh sau :

- Tình hình hoạt động của công ty.
- Tình hình tài chính của công ty.
- Tình hình thị trường tài chính trong nước và quốc tế.
- Tình hình thị trường các sản phẩm chính (bao gồm cả việc đánh giá thị phần và đối thủ cạnh tranh của công ty).
- Các khía cạnh pháp lý của việc phát hành.

Chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành :

Tổ chức bảo lãnh sẽ cùng với tổ chức phát hành tiến hành việc chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành. Việc chuẩn bị hồ sơ xin phép phát hành cần có sự tham gia của các chuyên gia, kế toán và pháp luật.

Phân phối chứng khoán ra công chúng :

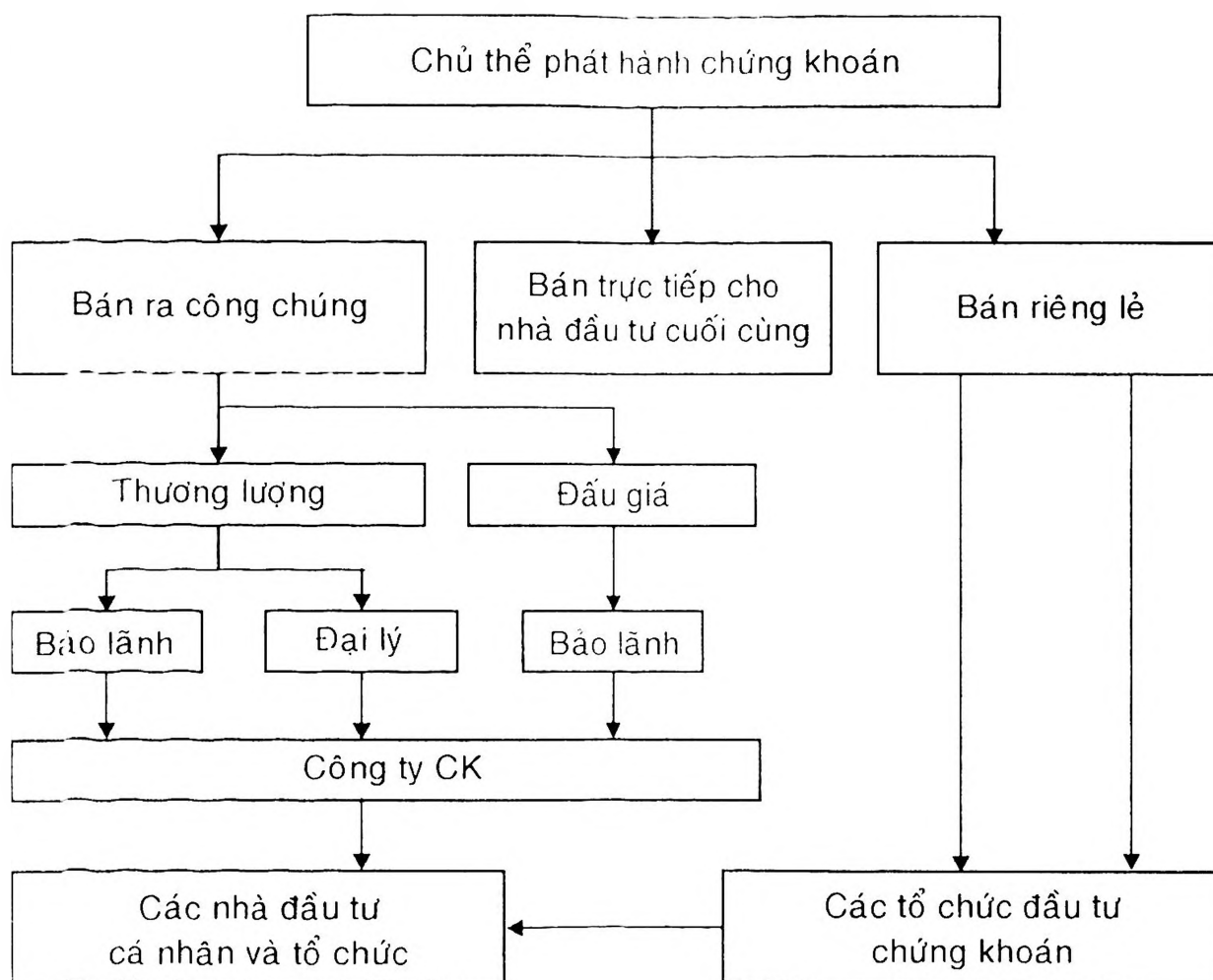
Sau khi hồ sơ xin phép phát hành được Ủy ban Chứng khoán công bố có hiệu lực, tổ chức bảo lãnh sẽ cùng các đại lý phân phối tiến hành xử lý các phiếu đặt mua, nhận tiền đặt cọc và lập sổ phân phối chứng khoán.

Trong quá trình lập sổ, tổ chức bảo lãnh chính cố gắng cân bằng giữa các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư riêng lẻ. Mỗi quan tâm của các tổ chức lớn có thể hỗ trợ giá chứng khoán trong và sau thời gian phân phối, song việc phân phối rộng rãi thường có lợi cho tổ chức phát hành.

Tổ chức bảo lãnh có nghĩa vụ thanh toán chứng khoán vào thời điểm khóa sổ mặc dù việc chào bán chưa hoàn thành. Nếu đợt phân phối không thành công, các tổ chức bảo lãnh phải nắm giữ các chứng khoán đã cam kết không phân phối hết.

Bình ổn và điều hòa thị trường :

Việc ổn định có thể được thực hiện trên bất kỳ thị trường nào mà chứng khoán chào bán được giao dịch. Khi thực hiện mua để ổn định, người mua phải thông báo cho nơi nhận lệnh rằng việc mua này nhằm mục đích ổn định, không phải là các giao dịch thị trường mở. Tổ hợp bảo lãnh chỉ được đặt mua để ổn định trên một thị trường với cùng mức giá.



Hình 4.1 : Tóm tắt các phương thức phát hành chứng khoán.

4. PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU LẦN ĐẦU CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN HÓA

4.1. Đối tượng mua cổ phần :

- Người lao động có tên trong danh sách thường xuyên tại thời điểm quyết định thực hiện cổ phần hóa, theo quy định của nước ta hiện nay bán cho người lao động trong doanh nghiệp theo mức tối đa là 100 cổ phần /1 năm công tác với giá giảm 40% so với giá đấu thành công bình quân.
- Nhà đầu tư chiến lược do cơ quan quyết định cổ phần hóa phê duyệt được mua với mức tối đa là 20% số cổ phần bán ra với giá giảm 20% so với giá đấu thành công bình quân.

- Các nhà đầu tư khác trong nước và nước ngoài tham dự đấu giá công khai được mua số cổ phần bán đấu giá công khai bằng số cổ phần bán ra trừ (-) số cổ phần bán ưu đãi cho người lao động và nhà đầu tư chiến lược.

4.2. Tổ chức bán đấu giá cổ phần :

4.2.1. Phương thức bán đấu giá :

- Đấu giá trực tiếp tại các doanh nghiệp, đối với trường hợp tổng mệnh giá của số cổ phần bán đấu giá từ 1 tỷ đồng trở xuống.
- Đấu giá tại các tổ chức tài chính trung gian, đối với trường hợp tổng mệnh giá của số cổ phần bán đấu giá từ 1 tỷ đồng đến 10 tỷ đồng.
- Đấu giá tại Trung tâm giao dịch chứng khoán, đối với trường hợp tổng mệnh giá của số cổ phần bán đấu giá từ 10 tỷ đồng trở lên.

4.2.2. Nhà đầu tư tham gia đấu giá phải thực hiện một số công việc sau :

- Gửi đơn đăng ký theo mẫu cho cơ quan thực hiện đấu giá.
- Nộp đầy đủ tiền đặt cọc bằng 10% giá trị cổ phần đăng ký mua tính theo giá khởi điểm.
- Thời gian nộp đơn và đặt cọc tối thiểu 5 ngày trước ngày tổ chức đấu giá.
- Thanh toán đầy đủ, đúng hạn tiền mua cổ phần nếu được mua.
- Nếu vi phạm sẽ bị hủy bỏ quyền tham gia đấu giá và không được hoàn trả tiền đặt cọc.

4.2.3. Thực hiện bán đấu giá :

Cuộc đấu giá được thực hiện khi có ít nhất hai nhà đầu tư đủ tiêu chuẩn tham dự đấu giá.

4.2.4. Xác định kết quả đấu giá :

Nguyên tắc xác định kết quả đấu giá theo giá đặt mua từ cao xuống thấp, nhà đầu tư đặt mua theo giá nào thì được mua theo giá đó. Nhà đầu tư trả giá cao nhất được quyền mua đủ số cổ phần đã đăng ký mua theo giá đã trả. Số cổ phần còn lại lần lượt được bán cho các nhà đầu tư với các mức giá thấp hơn cho đến hết các cổ phần chào bán. Ví dụ minh họa về việc xác định kết quả đấu giá như sau :

1. Số lượng cổ phần chào bán đấu giá là 100.000 cổ phần, giá khởi điểm 11.000 đ.

2. Nhà đầu tư đăng ký :

- Nhà đầu tư A đăng ký mua 40.000 cổ phần với giá đặt mua là 20.000 đ.
- Nhà đầu tư B đăng ký mua 30.000 cổ phần với giá đặt mua là 15.000 đ.
- Nhà đầu tư C đăng ký mua 40.000 cổ phần với giá đặt mua là 12.000 đ.
- Nhà đầu tư D đăng ký mua 20.000 cổ phần với giá đặt mua là 12.000 đ.
- Nhà đầu tư E đăng ký mua 10.000 cổ phần với giá đặt mua là 10.000 đ.

3. Xác định kết quả đấu giá :

- Nhà đầu tư E đặt giá dưới mức khởi điểm nên bị loại.

- Nhà đầu tư A đặt giá cao nhất nên được mua theo số lượng đã đăng ký là 40.000 cổ phần.
- Nhà đầu tư B đặt mua với giá cao thứ hai, trong điều kiện số lượng cổ phần chào bán còn lại lớn hơn số cổ phần nhà đầu tư B đặt mua nên cũng được mua theo số lượng là 30.000 cổ phần.
- Nhà đầu tư C và D đặt mua cùng một giá với tổng số cổ phần đăng ký mua là 60.000 cổ phần, nhưng số cổ phần còn lại chào bán chỉ còn 30.000 cổ phần nên số cổ phần của từng nhà đầu tư được mua như sau :
 - Số cổ phần nhà đầu tư C được mua = 40.000 cổ phần chia (:) 60.000 cổ phần nhân (x) 30.000 cổ phần = 20.000 cổ phần.
 - Số cổ phần nhà đầu tư D được mua = 20.000 cổ phần chia (:) 60.000 cổ phần nhân (x) 30.000 cổ phần = 10.000 cổ phần.

4. Giá đấu thành công bình quân :

$$(40.000 \times 20.000 + 30.000 \times 15.000 + 30.000 \times 12.000) : \\ : 100.000 = 16.100\text{đ/cổ phần.}$$

5. Giá bán ưu đãi :

- Giá bán cho người lao động :
 $(100\% - 40\%) \times 16.100 \text{ đ} = 9.600 \text{ đ/cổ phần.}$
- Giá bán cho nhà đầu tư chiến lược :
 $(100\% - 20\%) \times 16.100\text{đ} = 12.880 \text{ đ/cổ phần.}$

5. PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

5.1. Phương pháp đấu giá :

Khác với phát hành trái phiếu và cổ phiếu của công ty, việc phát hành trái phiếu Chính phủ không phải xin phép Ủy ban chứng khoán Nhà nước và phương pháp phát hành cũng có những điểm khác biệt so với hai loại trên.

- Việc phát hành trái phiếu Chính phủ được tiến hành chủ yếu dựa trên cơ sở đấu giá lãi suất hay đấu giá trên cơ sở giá.
- Phương pháp đấu giá lãi suất cũng khác nhau, chẳng hạn như kiểu Hà Lan hay kiểu Mỹ.

Ví dụ : Nếu khối lượng phát hành là 600 triệu USD thì các đơn vị A, B, C là những đơn vị trúng thầu.

Tên người đăng ký	Mức đăng ký (Triệu)	Cộng dồn	Lãi suất đăng ký (% năm)
A	200	200	7,55
B	100	300	7,56
C	300	600	7,57
D	100	700	7,58
E	100	800	7,59

- Nếu theo kiểu Hà Lan thì mức lãi suất cao nhất trong những người trúng thầu (7,57%) sẽ là mức lãi suất chung áp dụng cho tất cả những người trúng thầu.
- Nếu theo kiểu Mỹ, người A sẽ được thanh toán theo lãi suất 7,55%, người B sẽ theo lãi suất 7,56% và người C sẽ theo lãi suất 7,57%.

Bên cạnh phương pháp đấu giá (được coi là phương pháp chủ yếu), ở một số nước còn áp dụng thêm một số phương pháp phát hành khác như sau :

- *Phát hành qua tổ hợp các ngân hàng đầu tư* : Theo phương pháp này, một tổ hợp các ngân hàng đầu tư lớn nhất sẽ đứng ra thảo luận mức lãi suất với ngân hàng Trung ương. Sau đó toàn bộ khối lượng phát hành sẽ được tổ hợp đảm nhận phân phối.
- *Phương pháp bán lẻ* : Ngân hàng Trung ương sẽ đứng ra bán lẻ cho các nhà đầu tư.

Tuy nhiên, dù phát hành bằng phương pháp nào thì các loại trái phiếu Chính phủ đều do Ngân hàng Trung ương làm đại lý thay mặt cho Kho bạc đứng ra tổ chức phát hành.

5.2. Trình tự, thủ tục phát hành trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam :

5.2.1. Xây dựng kế hoạch phát hành trái phiếu :

Căn cứ vào chỉ tiêu huy động vốn đã được Quốc hội quyết định, Bộ trưởng Bộ Tài chính giao nhiệm vụ huy động vốn phát hành tín phiếu, trái phiếu cho Kho bạc Nhà nước. Kho bạc Nhà nước chủ trì phối hợp với Vụ Ngân sách Nhà nước, Vụ Tài chính các ngân hàng và tổ chức tài chính xây dựng kế hoạch phát hành các loại trái phiếu hàng tháng phân theo từng loại trái phiếu, kỳ hạn trái phiếu, đồng tiền và phương thức phát hành báo cáo Bộ trưởng Bộ Tài chính phê duyệt.

Hàng năm, trước ngày 31/12, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh có nhu cầu phát hành trái phiếu thực hiện xây dựng kế hoạch phát hành trái phiếu Chính quyền địa phương trong năm gửi Bộ Tài chính. Trong kế hoạch phát hành phải thuyết minh chi tiết về

nhu cầu vốn phát hành, mục đích sử dụng vốn huy động, dự kiến thời gian phát hành trong năm kế hoạch.

Kho bạc Nhà nước, Quỹ Hỗ trợ phát triển, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh, các tổ chức tài chính, tín dụng, doanh nghiệp thực hiện công bố công khai các thông tin về kế hoạch phát hành trái phiếu đã được chấp thuận hoặc báo cáo trong năm, chi tiết hàng tháng phân theo từng loại trái phiếu, kỳ hạn trái phiếu và phương thức phát hành.

5.2.2. Trình tự, thủ tục phát hành trái phiếu :

Phát hành tín phiếu Kho bạc, trái phiếu Kho bạc, trái phiếu công trình Trung ương và trái phiếu ngoại tệ :

Kho bạc Nhà nước tổ chức triển khai thực hiện việc phát hành tín phiếu Kho bạc, trái phiếu Kho bạc, trái phiếu công trình Trung ương và trái phiếu bằng ngoại tệ để đáp ứng nhu cầu chi của ngân sách Nhà nước và các dự án, công trình quan trọng thuộc phạm vi cân đối của Ngân sách Trung ương.

Căn cứ tổng mức vốn phát hành trái phiếu trong năm và kế hoạch phát hành đã được Bộ trưởng Bộ Tài chính phê duyệt, Kho bạc Nhà nước chủ động tổ chức triển khai thực hiện việc phát hành trái phiếu theo nhu cầu và tiến độ chi của ngân sách Nhà nước.

Việc phát hành trái phiếu theo phương thức bán lẻ qua hệ thống Kho bạc Nhà nước do Bộ trưởng Bộ Tài chính quyết định cho từng đợt phát hành.

Phát hành trái phiếu Chính quyền địa phương :

Phát hành trái phiếu Chính quyền địa phương đòi hỏi phải thỏa mãn một số điều kiện cụ thể như sau :

- Dự án, công trình sử dụng nguồn thu từ phát hành trái phiếu phải thuộc danh mục đầu tư thuộc kế hoạch đầu tư 5 năm đã Hội đồng nhân dân cấp tỉnh phê duyệt.
- Có phương án phát hành trái phiếu được Hội đồng nhân dân cấp tỉnh thông qua. Phương án phát hành trái phiếu phải có các nội dung chủ yếu sau đây :
 - Tên dự án đầu tư sử dụng nguồn phát hành trái phiếu;
 - Quyết định đầu tư của cấp có thẩm quyền;
 - Hiệu quả kinh tế – xã hội của dự án;
 - Tổng số vốn đầu tư cần huy động và dự kiến nguồn bảo đảm trả nợ của ngân sách cấp tỉnh;
 - Khối lượng huy động; thời hạn, lãi suất huy động và phương án trả nợ khi đến hạn;
 - Cân đối ngân sách cấp tỉnh năm báo cáo và khả năng trả nợ của ngân sách các năm tiếp theo.
 - Các tài liệu khác nhằm thuyết minh rõ phương án huy động.
- Dư nợ vốn huy động tại thời điểm trình phương án và dư nợ nếu được chấp thuận phát hành trái phiếu bảo đảm không vượt quá 30% vốn đầu tư xây dựng cơ bản trong nước hàng năm của ngân sách cấp tỉnh, không kể vốn đầu tư bổ sung theo mục tiêu không có tính chất ổn định thường xuyên từ ngân sách Trung ương cho ngân sách cấp tỉnh.

Riêng Thành phố Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh, giới hạn huy động vốn được thực hiện theo quy định tại Nghị định số 123/2004/NĐ-CP và Nghị định số 124/2004/NĐ ngày 18/5/2004

của Chính phủ quy định về một số cơ chế tài chính ngân sách đặc thù đối với Thủ đô Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh.

Khi có nhu cầu phát hành trái phiếu, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh gửi Bộ Tài chính các tài liệu sau :

- Văn bản đề nghị phát hành trái phiếu, trong đó có nêu rõ về tổng mức vốn dự kiến huy động; thời hạn, lãi suất; thời gian dự kiến phát hành; biện pháp tổ chức phát hành, thanh toán trái phiếu.
- Nghị quyết của Hội đồng nhân dân cấp tỉnh thông qua việc phát hành trái phiếu kèm theo phương án phát hành.
- Các tài liệu khác có liên quan.

Trong thời hạn 30 ngày, kể từ ngày nhận đủ hồ sơ hợp pháp, hợp lệ, Bộ Tài chính xem xét, có ý kiến thỏa thuận bằng văn bản để Ủy ban nhân dân cấp tỉnh triển khai thực hiện.

Căn cứ ý kiến thỏa thuận của Bộ Tài chính, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh có quyết định ủy quyền cho Kho bạc Nhà nước hoặc tổ chức tài chính, tín dụng trên địa bàn thực hiện việc phát hành trái phiếu theo các quy định hiện hành.

5.3. Điều hành lãi suất các loại trái phiếu phát hành :

Định kỳ, căn cứ tình hình thị trường tài chính, tiền tệ, Bộ trưởng Bộ Tài chính thông báo mức lãi suất trần phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh cho Tổng giám đốc (Giám đốc) tổ chức phát hành; thông báo giới hạn biên độ lãi suất phát hành trái phiếu Chính quyền địa phương so với trái phiếu Chính phủ có cùng kỳ hạn cho Chủ tịch Ủy ban nhân dân cấp tỉnh để làm căn cứ tổ chức phát hành trái phiếu.

Chủ tịch Ủy ban nhân dân cấp tỉnh, Tổng giám đốc (Giám đốc) tổ chức phát hành thực hiện điều hành lãi suất để tổ chức đấu thầu, lãi suất phát hành theo phương thức bảo lãnh và đại lý phát hành trong phạm vi mức lãi suất trần và biên độ cho phép.

Lãi suất trái phiếu phát hành qua hệ thống Kho bạc Nhà nước theo phương thức bán lẻ do Bộ trưởng Bộ Tài chính quyết định cho từng đợt phát hành.

Lãi suất được Bộ Tài chính thông báo theo phương thức trả lãi sau hàng năm. Trường hợp thay đổi phương thức trả lãi, Chủ tịch Ủy ban nhân dân cấp tỉnh, Tổng giám đốc (Giám đốc) tổ chức phát hành phải thực hiện xác định lại mức lãi suất trái phiếu cho phù hợp

6. PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU VÀ CỔ PHIẾU CÔNG TY

Nói chung, việc phát hành trái phiếu và cổ phiếu công ty ra công chúng đều phải được phép của Ủy ban Chứng khoán Quốc gia và tuân thủ theo những thủ tục và quy trình phát hành do Ủy ban Chứng khoán của các quốc gia quy định.

6.1. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp :

6.1.1. Ưu nhược điểm của việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp :

Việc phát hành trái phiếu để đáp ứng nhu cầu tăng vốn có tính cách lâu dài, xét từ góc độ của doanh nghiệp phát hành có những ưu điểm cơ bản sau :

- Chi phí phát hành trái phiếu thông thường thấp hơn so với chi phí phát hành cổ phiếu thường hay cổ phiếu ưu đãi.

- Khi phát hành trái phiếu chủ doanh nghiệp không phải chia quyền kiểm soát công ty cho những người mua trái phiếu, bởi vì trái chủ chỉ có quyền đòi nợ mà không có quyền tham gia vào việc điều hành hay kiểm soát công ty.
- Nếu doanh nghiệp đang làm ăn phát đạt, tỷ suất lợi nhuận cao thì việc phát hành trái phiếu không tạo ra đặc quyền chia sẻ mức lợi nhuận cao đó.
- Một ưu điểm quan trọng khác là tiền lợi tức trái phiếu được coi là một khoản chi phí được trừ ra khỏi phần lợi nhuận chịu thuế thu nhập của doanh nghiệp.

Bên cạnh những ưu điểm như vừa nêu, phát hành trái phiếu doanh nghiệp để huy động vốn cũng có một số nhược điểm như sau :

- Sử dụng vốn từ trái phiếu buộc doanh nghiệp phải trả lợi tức cố định ngay cả trong trường hợp công ty làm ăn không có lãi. Do đó nếu thu nhập của công ty không ổn định thì việc tăng vốn bằng trái phiếu sẽ làm tăng rủi ro, công ty có thể lâm vào tình trạng mất khả năng trang trải khoản trả lợi tức cố định cho trái chủ.
- Trái phiếu là chứng khoán nợ có kỳ hạn và có hoàn vốn, doanh nghiệp phát hành trái phiếu phải lo đến việc phải hoàn trả nợ đến kỳ hạn.
- Sử dụng trái phiếu có lãi suất ổn định lâu dài có thể gây rủi ro cho doanh nghiệp trong trường hợp lãi suất thị trường thay đổi theo xu hướng giảm xuống.

6.1.2. Điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam :

Đối với các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế nếu hội đủ những điều kiện và được phép của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước đều có thể được phát hành trái phiếu để huy động vốn sử dụng cho mục đích đầu tư cho doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh.

- Có phương án kinh doanh cụ thể đòi hỏi vốn lớn.
- Đã hoạt động ít nhất là 2 năm và chứng minh được hoạt động kinh doanh của công ty đang được quản lý tốt, có hiệu quả.
- Được ngân hàng nơi công ty mở tài khoản chứng nhận số tiền còn lại ở ngân hàng và được cơ quan công chứng chứng nhận giá trị số tài sản bằng hiện vật của công ty đủ đảm bảo cho tổng số vốn dự định vay còn có thể được một hay nhiều ngân hàng bảo lãnh.
- Được ngân hàng đảm nhiệm giúp đỡ dịch vụ ngân quỹ và kế toán liên quan đến việc phát hành trái phiếu.
- Giấy phép phát hành trái phiếu phải quy định rõ mức vốn được vay qua phát hành trái phiếu, mức lãi và thời hạn hoàn trả vốn.
- Trên mỗi trái phiếu phải ghi rõ số thứ tự giá trị của trái phiếu, tổng số vốn huy động bằng trái phiếu, mức lãi và thời hạn thanh toán.

Ngoài ra tổ chức phát hành trái phiếu ra công chúng phải đáp ứng các điều kiện sau :

- Tối thiểu 20% tổng giá trị trái phiếu xin phép phát hành phải được bán cho trên 100 người đầu tư, trường hợp tổng

giá trị xin phép phát hành từ 100 tỷ đồng trở lên thì tỷ lệ tối thiểu này là 15% tổng giá trị trái phiếu.

- Phải có tổ chức bảo lãnh phát hành, trừ trường hợp tổ chức phát hành là tổ chức tín dụng.
- Có cam kết nghĩa vụ đối với người đầu tư.
- Xác định đại diện người sở hữu trái phiếu.

6.2. Phát hành cổ phiếu của công ty cổ phần :

6.2.1. Phát hành cổ phiếu thường :

Đối với loại hình công ty cổ phần thì ngoài việc có thể huy động vốn dưới các hình thức vay kể cả phát hành trái phiếu như các doanh nghiệp khác, thì công ty cổ phần còn có một ưu điểm là có thể tạo vốn và tăng vốn qua việc phát hành các loại cổ phiếu. Để hình thành vốn điều lệ của công ty khi mới thành lập, công ty cổ phần phát hành cổ phiếu, một phần do các sáng lập viên của công ty nắm giữ, phần còn lại do các cổ đông, công chúng đóng góp qua hình thức mua cổ phiếu. Khi công ty có nhu cầu tăng thêm vốn để đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh thì một trong những hình thức tài trợ là phát hành thêm cổ phiếu thường mới và cổ phiếu ưu đãi.

Ưu nhược điểm của việc phát hành cổ phiếu :

Phát hành cổ phiếu thường có nghĩa là tăng thêm vốn tự có, song không bị ràng buộc nghĩa vụ trả lợi tức cố định, do đó có lợi cho công ty trong trường hợp thu nhập chưa cao, không dẫn đến nguy cơ phải phá sản vì mất khả năng chi trả. Ngoài ra, còn có các ưu điểm sau :

- Là loại chứng khoán vốn không có kỳ hạn, nên công ty không phải lo đến việc phải trả nợ khi đến kỳ đáo hạn.

- Việc phát hành thêm cổ phiếu thường cũng làm tăng thêm uy tín tín dụng của công ty.
- Trong trường hợp lạm phát, các loại cổ phiếu thường thường hấp dẫn hơn so với các loại chứng khoán khác như trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi.

Về nhược điểm, chi phí phát hành cổ phiếu thường, nói chung, cao hơn các chi phí cùng loại cho cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu. Vì cổ phiếu thường là loại chứng khoán mang tính rủi ro nhiều hơn, phải sử dụng nhiều chi phí quảng cáo tuyên truyền.

Phát hành thêm cổ phiếu thường là mở rộng các quyền đầu phiếu và quyền kiểm soát đối với các cổ đông mới bổ sung. Đây là một điều mà ban quản lý công ty cũng như những cổ đông cũ đều không muốn chia sẻ. Cổ phiếu thường cũng làm gia tăng quyền chia sẻ thu nhập của công ty cho các cổ đông mới.

Điều kiện phát hành cổ phiếu thường tại Việt Nam :

Khi phát hành lần đầu cổ phiếu ra công chúng, ở Việt Nam, các tổ chức phát hành phải đảm bảo một số điều kiện sau :

- *Điều kiện pháp lý :* Phải là công ty cổ phần hoặc doanh nghiệp cổ phần hóa. Các công ty trách nhiệm hữu hạn không được phép phát hành chứng khoán để huy động vốn cho mình.
- *Điều kiện về quy mô :* Tổ chức phát hành phải đáp ứng được yêu cầu về vốn điều lệ tối thiểu ban đầu. Ở Việt Nam mức vốn điều lệ tối thiểu thực có tính đến ngày xin phép phát hành là 10 tỷ đồng.
- *Điều kiện về tính liên tục của hoạt động sản xuất kinh doanh :* Công ty đã được thành lập và hoạt động trong lĩnh vực đang hoạt động trong một thời gian nhất định.

- *Điều kiện về hiệu quả sản xuất kinh doanh* : Công ty phải hoạt động sản xuất kinh doanh có lãi không thấp hơn mức quy định trong một số năm nhất định.
- *Điều kiện về phương án sử dụng vốn* : Tổ chức phát hành phải có phương án khả thi về việc sử dụng nguồn vốn thu được từ đợt phát hành, được Đại hội cổ đông thông qua.
- *Điều kiện về đội ngũ quản lý công ty* : Thành viên hội đồng quản trị, Ban giám đốc điều hành phải có đủ năng lực trình độ và kinh nghiệm quản lý các hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.
- *Điều kiện về phạm vi phát hành* :
 - Đảm bảo tỷ lệ phần trăm tối thiểu về vốn cổ phần công chúng nắm giữ và số lượng công chúng nắm giữ. Ở Việt Nam, tối thiểu 20% và trên 50 người đầu tư ngoài tổ chức phát hành. Trường hợp vốn cổ phần của tổ chức phát hành từ 100 tỷ đồng trở lên thì tỷ lệ tối thiểu là 15%.
 - Đảm bảo tỷ lệ phần trăm tối thiểu về vốn cổ phần cổ đông sáng lập nắm giữ. Ở Việt Nam, cổ đông sáng lập phải nắm giữ ít nhất 20% vốn cổ phần của tổ chức phát hành vào thời điểm kết thúc đợt phát hành và phải nắm giữ mức này tối thiểu 3 năm kể từ ngày kết thúc đợt phát hành.
- *Điều kiện về bảo lãnh phát hành* : Ở Việt Nam quy định trường hợp cổ phiếu phát hành có tổng giá trị theo mệnh giá vượt 10 tỷ đồng thì phải có tổ chức bảo lãnh phát hành.
- Trong quá trình kinh doanh công ty có nhu cầu bành trướng quy mô sản xuất hay đầu tư thêm máy móc thiết

bị, hiện đại hóa công nghệ thì có thể tăng vốn điều lệ của mình lên bằng cách phát hành thêm cổ phiếu mới.

- Công ty cổ phần chỉ được cấp giấy phép phát hành cổ phiếu mới nếu có các điều kiện sau :
 - Đã thu hết tiền cổ phiếu phát hành trong đợt trước.
 - Chứng minh được hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đang được quản lý tốt và có hiệu quả.
 - Được ngân hàng đảm nhiệm giúp đỡ dịch vụ ngân quỹ và kế toán liên quan đến việc phát hành cổ phiếu.
 - Có chương trình và kế hoạch cụ thể công khai gọi vốn trong công chúng và phải bảo đảm cho mọi người quan tâm hiểu rõ, hiểu đúng tình hình kinh doanh, thực trạng tình hình tài chính, triển vọng phát triển của công ty để họ có cơ sở quyết định mua cổ phiếu.
 - Giấy phép phát hành cổ phiếu mới phải quy định rõ tổng số vốn gọi thêm, số cổ phiếu được phát hành, thời hạn thực hiện việc gọi thêm vốn.
- Ngoài ra, các tổ chức phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng còn phải đáp ứng các điều kiện sau :
 - Lần phát hành thêm phải cách 1 năm sau lần phát hành trước.
 - Giá trị cổ phiếu phát hành thêm không lớn hơn tổng giá trị cổ phiếu đang lưu hành.

6.2.2. Phát hành cổ phiếu ưu đãi :

Trong một số trường hợp cần huy động thêm vốn, công ty cổ phần không muốn phát hành thêm cổ phiếu thường hoặc trái phiếu mà lại sử dụng hình thức tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi.

Phát hành cổ phiếu ưu đãi giúp cho công ty tránh được việc phải chia sẻ quyền kiểm soát công ty cũng như thu nhập cho các cổ đông mới trong trường hợp phát hành cổ phiếu thường. Hình thức này cũng tránh cho công ty nghĩa vụ bắt buộc phải trả lãi và hoàn vốn cho trái chủ trong trường hợp phát hành trái phiếu.

Ưu nhược điểm của việc phát hành cổ phiếu ưu đãi :

Cổ phiếu ưu đãi chỉ hứa hẹn chi trả cổ tức cố định cho cổ đông, do đó, tránh được việc chia sẻ quyền thu nhập của cổ đông thường. Hơn nữa, trách nhiệm trả lãi cho cổ đông cổ phiếu ưu đãi không phải là một nghĩa vụ ràng buộc về mặt pháp lý như đối với chủ nợ hoặc trái chủ mà có tính chất mềm dẻo trong việc phân chia lợi nhuận giữa những người cùng góp vốn vào công ty. Ngoài ra :

- Cổ phần ưu đãi còn cho phép công ty tránh được việc chia sẻ quyền tham gia vào việc điều hành và kiểm soát công ty.
- Khác với việc phát hành trái phiếu, khi phát hành cổ phiếu ưu đãi công ty không phải đem thế chấp tài sản.
- Cũng là một loại chứng khoán vốn không có kỳ hạn nên công ty không phải lo việc trả nợ khi đáo hạn.

Về nhược điểm, thông thường công ty phải trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi cao hơn so với lợi tức của trái phiếu. Ngoài ra :

- Cổ tức cổ phiếu ưu đãi cũng như cổ tức cổ phiếu thường lấy từ lợi nhuận ròng sau thuế để trả nên không phải là một chi phí được khấu trừ khỏi thuế.
- Do đó, khi quyết định tài trợ bằng hình thức chứng khoán công ty cũng phải cân nhắc những điều kiện của doanh nghiệp cũng như của thị trường để lựa chọn loại chứng

khoán phát hành như thế nào để giảm chi phí phát hành, tránh rủi ro và có lợi nhất cho doanh nghiệp.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Thế nào là thị trường sơ cấp ? Thị trường sơ cấp có chức năng và vai trò như thế nào trên thị trường tài chính nói chung ?
2. Phân biệt sự khác nhau giữa phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng. Khi nào nên sử dụng phát hành riêng lẻ, khi nào nên sử dụng phát hành ra công chúng ?
3. Phát hành ra công chúng và phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) khác nhau như thế nào ? Để được phát hành lần đầu ra công chúng cần có những điều kiện gì ?
4. Một công ty muốn phát hành ra công chúng cần phải trải qua những thủ tục nào ?
5. Thế nào là bảo lãnh phát hành ? Hãy liệt kê và phân biệt sự khác nhau giữa các loại hình thức bảo lãnh phát hành.
6. Trình bày quy trình thực hiện một đợt bảo lãnh phát hành.
7. Phát hành cổ phiếu lần đầu của các doanh nghiệp cổ phần hóa được thực hiện ra sao ? Có gì khác biệt so với những loại phát hành cổ phiếu khác ?
8. Phát hành trái phiếu Chính phủ được thực hiện như thế nào ?
9. Phát hành trái phiếu và cổ phiếu công ty được thực hiện như thế nào ?

Chương 5

THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP : SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

■ MỤC TIÊU

Chương này giới thiệu về tổ chức và hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán. Đọc xong chương này, bạn có thể :

- Hiểu được hình thức và cách thức tổ chức Sở giao dịch chứng khoán.
- Nắm được nguyên tắc và tổ chức hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán.
- Hiểu được các loại lệnh giao dịch, cách thức sử dụng các lệnh giao dịch và quy trình đấu giá khớp lệnh để hình thành nên thị giá chứng khoán.
- Biết được cách thức giao dịch một số trường hợp giao dịch đặc biệt khác ở Sở giao dịch.
- Hiểu được cách thức tổ chức và hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM.

1. TỔ CHỨC SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

1.1. Khái niệm :

Sở giao dịch chứng khoán là thị trường *trong đó* việc giao dịch mua bán chứng khoán được thực hiện tại một địa điểm tập trung gọi là sàn giao dịch. Có những Sở giao dịch vẫn còn giữ sàn giao dịch truyền thống nhưng cũng có những Sở giao dịch tự

động hóa hoàn toàn. Đặc điểm của thị trường này là chỉ giao dịch những loại chứng khoán đã được niêm yết, đó là chứng khoán của các công ty đủ điều kiện bán chứng khoán qua Sở, thường là các công ty hàng đầu của quốc gia có vốn lớn, kinh doanh có hiệu quả cao.

Phương thức giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán là phương thức đấu giá, trong đó các lệnh mua bán được ghép với nhau, trên cơ sở đó hình thành giá cả cạnh tranh tốt nhất. Giá cả thống nhất và công khai.

Hoạt động trên sàn giao dịch tập trung là các công ty chứng khoán thành viên, cử đại diện đến với tư cách là nhà môi giới hay nhà kinh doanh chứng khoán mua bán chứng khoán cho khách hàng hay cho tài khoản của chính công ty. Thành viên của thị trường tập trung phải tuân theo những quy định và nguyên tắc nghiêm ngặt của Sở giao dịch chứng khoán hoạt động theo Luật Chứng khoán và chịu sự quản lý giám sát của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước.

1.2. Hình thức sở hữu và tổ chức của Sở giao dịch chứng khoán :

1.2.1. Hình thức sở hữu :

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

- *Hình thức sở hữu thành viên* : Sở giao dịch chứng khoán do các thành viên là công ty chứng khoán sở hữu, được tổ chức như một công ty trách nhiệm hữu hạn, có Hội đồng quản trị mà thành phần đa số do các công ty chứng khoán thành viên cử ra. Sở giao dịch Hàn Quốc, New

York, Tokyo, Thái Lan và nhiều nước khác được tổ chức theo hình thức này.

- *Hình thức công ty cổ phần* : Sở giao dịch chứng khoán được tổ chức dưới hình thức một công ty cổ phần đặc biệt do các công ty chứng khoán thành viên, ngân hàng, công ty tài chính, bảo hiểm sở hữu và hoạt động với mục đích lợi nhuận theo quy định của Luật Công ty. Sở giao dịch chứng khoán ở các nước như Đức, Malaysia, London, Hong Kong tổ chức theo hình thức sở hữu này.
- *Hình thức sở hữu Nhà nước* : Sở giao dịch chứng khoán do Nhà nước sở hữu (phần lớn hoặc toàn bộ) như trường hợp Sở giao dịch chứng khoán Varsava, Istanbul.

Trong các hình thức trên, hình thức sở hữu thành viên là phổ biến nhất. Hình thức này cho phép Sở giao dịch chứng khoán có quyền tự quản ở mức độ nhất định, nâng cao được tính hiệu quả và sự nhanh nhạy trong vấn đề quản lý tốt hơn so với hình thức do Chính phủ sở hữu. Tuy nhiên trong những hoàn cảnh lịch sử nhất định, việc Chính phủ nắm quyền sở hữu và quản lý Sở giao dịch sẽ cho phép ngăn ngừa sự lộn xộn, không công bằng khi hình thức sở hữu thành viên chưa được bảo vệ bằng hệ thống pháp lý đầy đủ và rõ ràng.

1.2.2. Tổ chức Sở giao dịch chứng khoán :

Hội đồng quản trị :

Hội đồng quản trị bao gồm các đại diện là những người có liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến thị trường chứng khoán. Nói chung, các thành viên Hội đồng quản trị gồm đại diện của các công ty chứng khoán thành viên và một số người bên ngoài như đại diện các công ty có chứng khoán niêm yết, các tổ chức công nghiệp, các nhà chuyên môn và đại diện của Chính phủ.

Hội đồng quản trị Sở giao dịch chứng khoán có những nhiệm vụ và quyền hạn chính sau đây :

- Chấp thuận đình chỉ và hủy bỏ việc niêm yết chứng khoán.
- Đình chỉ và rút giấy phép thành viên.
- Chấp thuận ngân sách của Sở giao dịch chứng khoán.
- Ban hành và sửa đổi các quy định của Sở giao dịch chứng khoán.
- Giám sát hoạt động của các thành viên.

Các vụ chức năng :

Thông thường, Sở giao dịch chứng khoán các nước có khoảng 20 – 30 Vụ chức năng. Tuy nhiên, trong giai đoạn đầu, các nước có mức tối thiểu khoảng 7 Vụ chức năng, chia ra thành hai nhóm các vụ chuyên môn và vụ hỗ trợ. Các vụ chuyên môn gồm có :

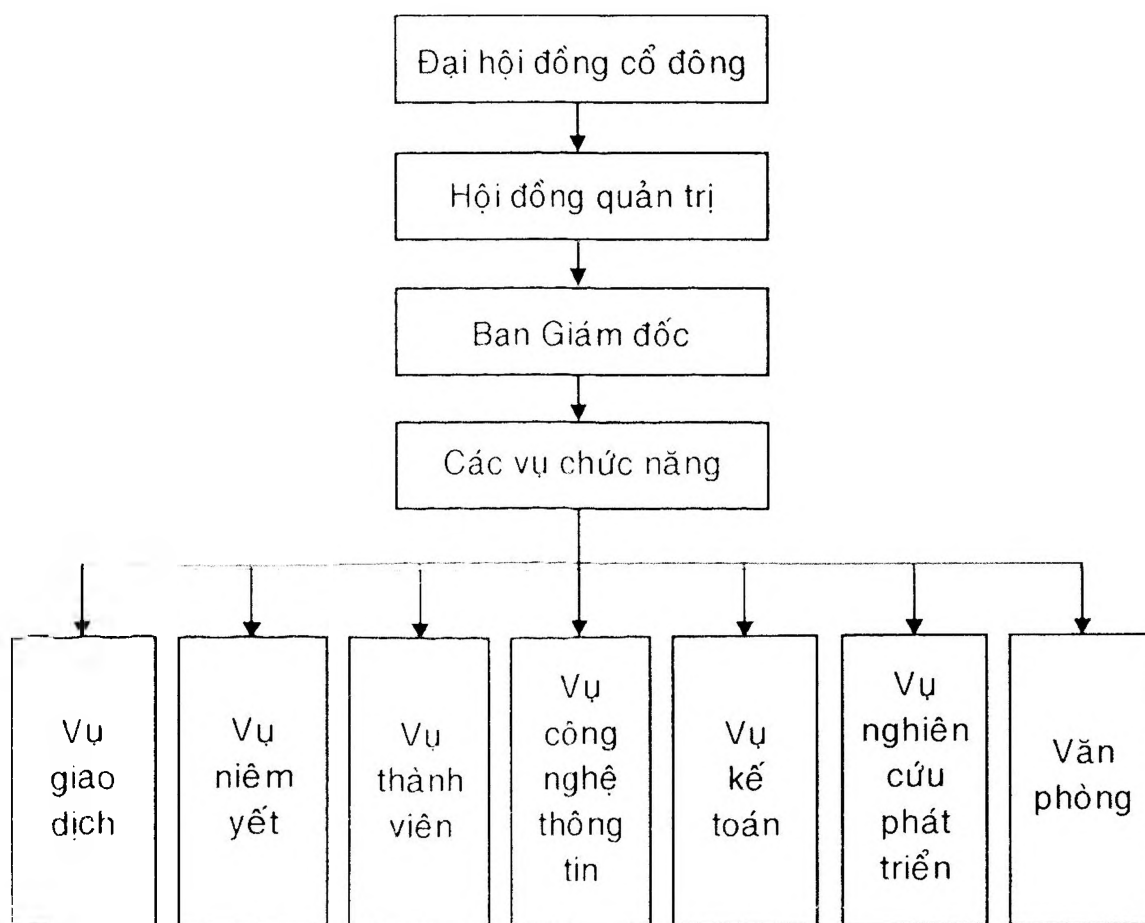
- Vụ giao dịch : Quản lý các nghiệp vụ giao dịch cổ phiếu, giám sát giao dịch, ban hành và sửa đổi hệ thống giao dịch và các vấn đề liên quan đến hệ thống giao dịch.
- Vụ niêm yết : Ban hành các quy tắc niêm yết, xem xét cho phép, đình chỉ, hủy bỏ niêm yết, quản lý vấn đề công bố thông tin.
- Vụ kinh doanh (Vụ thành viên) : Xem xét cho phép, đình chỉ và hủy bỏ thành viên, giám sát thành viên.

Hỗ trợ cho hoạt động của các vụ chuyên môn còn có các vụ hỗ trợ bao gồm :

- Vụ công nghệ tin học : Duy trì và quản lý hệ thống giao dịch điện tử, quản lý các dữ liệu điện tử.

- Vụ nghiên cứu phát triển : Nghiên cứu tình hình kinh tế và thị trường trong và ngoài nước, nghiên cứu đổi mới Sở giao dịch chứng khoán, quản lý công tác đào tạo...
- Văn phòng.

Về tổ chức, nói chung Sở giao dịch chứng khoán được tổ chức thành các bộ phận như mô tả trên hình 5.1 dưới đây. Hình 5.1 cho thấy tổ chức cao nhất của Sở giao dịch chứng khoán là đại hội đồng cổ đông, kế đến là Hội đồng quản trị và Ban giám đốc. Giúp việc cho Ban giám đốc có 7 vụ chức năng phụ trách từng mảng công việc liên quan đến toàn bộ hoạt động của Sở.



Hình 5.1 : Tổ chức Sở giao dịch chứng khoán.

2. HOẠT ĐỘNG CỦA SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

2.1. Kỹ thuật giao dịch :

Trong quá trình phát triển, Sở giao dịch chứng khoán đã trải qua các trình độ kỹ thuật như sau : giao dịch thủ công, tự động hóa một phần và tự động hóa toàn phần.

2.1.1. Hệ thống giao dịch thủ công :

Theo hình thức này, sàn giao dịch được phân chia thành nhiều quầy giao dịch. Mỗi quầy dành để giao dịch một số loại chứng khoán nhất định. Có bốn loại đối tượng hoạt động trên sàn giao dịch, bao gồm :

- *Nhà môi giới hoa hồng (Commission brokers) : Là nhân viên của các công ty chứng khoán thành viên hoạt động trên sàn giao dịch với nhiệm vụ chủ yếu là thực hiện các lệnh môi giới cho khách hàng.*
- *Nhà môi giới 2 dollar (Two dollar brokers) : Là các cá nhân được phép hoạt động trên sàn giao dịch với tư cách là người hỗ trợ cho nhân viên môi giới hưởng hoa hồng khi họ quá bận rộn. Trước đây, họ được trả 2 dollar cho một vụ mua bán một lô chứng khoán nên mới có tên là môi giới 2 dollar. Ngày nay, họ được chi trả hoa hồng tùy theo giá trị giao dịch và tùy thuộc mức độ khó nhọc của công việc.*
- *Nhà kinh doanh có đăng ký (Registered traders) : Là thành viên của Sở giao dịch và thực hiện giao dịch cho chính tài khoản của họ.*
- *Các chuyên gia (Specialists) : Chuyên gia giữ một vai trò quan trọng, đặc biệt trong thị trường chứng khoán giao dịch thủ công và thị trường đấu giá. Chức năng chính của*

họ là duy trì một thị trường trật tự và công bằng cho loại chứng khoán mà họ chịu trách nhiệm. Một chuyên gia thực hiện 2 nhiệm vụ chính : Thực hiện lệnh giới hạn dưới danh nghĩa những nhà môi giới khác để nhận hoa hồng và mua hay bán (đôi khi bán khống) cho tài khoản của riêng mình nhằm đối phó lại sự mất cân bằng tạm thời giữa cung và cầu, nhờ thế ngăn chặn được những biến động giá chứng khoán trên thị trường.

2.1.2. Hệ thống giao dịch bán tự động :

Trong phương thức này, hệ thống máy tính chưa được kết nối đến công ty chứng khoán. Người đầu tư đặt lệnh tại văn phòng công ty chứng khoán, sau đó lệnh được chuyển vào hệ thống giao dịch của Sở giao dịch bằng một hệ thống máy tính khác hoặc thông qua điện thoại, fax... Hình thức này hiện đang áp dụng ở Indonesia, HongKong; các nước như Nhật, Hàn Quốc vừa hủy bỏ phương thức này trong thời gian gần đây.

2.1.3. Hệ thống giao dịch tự động hoàn toàn :

Đặc điểm nổi bật của hệ thống này là toàn bộ tất cả các công việc liên quan đến hoạt động giao dịch (nhận, xử lý, so khớp lệnh, thông báo kết quả giao dịch và thông tin thị trường) đều được tự động hóa hoàn toàn. Tuy nhiên, chức năng làm môi giới trung gian của các công ty chứng khoán thành viên vẫn không thay đổi. Hiện nay, hệ thống giao dịch tự động hoàn toàn được áp dụng ở hầu hết các nước trên thế giới.

2.2. Quy trình giao dịch Sở giao dịch chứng khoán :

Nhà đầu tư muốn tham gia giao dịch mua bán chứng khoán qua Sở giao dịch có thể bắt đầu theo quy trình bao gồm các bước sau đây :

- (1) Nhà đầu tư bắt đầu việc giao dịch của mình bằng cách liên hệ với một công ty chứng khoán thành viên của Sở giao dịch chứng khoán để ký hợp đồng giao dịch. Công ty chứng khoán mở tài khoản giao dịch cho khách hàng.
- (2) Nhà đầu tư đưa ra yêu cầu mua hay bán chứng khoán bằng cách đặt lệnh cho công ty chứng khoán thực hiện.
- (3) Công ty chứng khoán rà soát lại các phiếu lệnh, kiểm tra tính hợp lệ hợp pháp của chúng trước khi chuyển qua nhà môi giới tại sàn.
- (4) Chuyển lệnh sang nhà môi giới tại sàn.
- (5) Nhà môi giới đăng ký lệnh.
- (6) So khớp lệnh, đấu giá hay đấu lệnh. Giá khớp được thông báo công khai và là giá thống nhất cho cả bên mua lẫn bên bán.
- (7) Nhà môi giới thông báo kết quả mua bán được về công ty chứng khoán.
- (8) Công ty chứng khoán chuyển kết quả giao dịch để thực hiện việc thanh toán tại Trung tâm quản lý chứng khoán và thanh toán bù trừ.

2.3. Phương thức giao dịch :

Phương thức giao dịch thường gồm có hai loại : giao dịch đấu giá và giao dịch đấu lệnh.

2.3.1. Giao dịch đấu giá :

Trong thị trường đấu giá, các nhà tạo lập thị trường đưa ra giá chào mua và giá chào bán cho một số loại chứng khoán nhất định. Các báo giá này được đưa vào hệ thống và chuyển tới mọi

thành viên của thị trường. Giá được lựa chọn để giao dịch là giá chào mua và chào bán tốt nhất của những chào giá này. Người đầu tư thực hiện giao dịch với tư cách là đối tác của các nhà tạo lập thị trường qua việc lựa chọn những chào giá thích hợp. Thu nhập của những nhà tạo lập thị trường là khoản chênh lệch giữa giá mua và giá bán (Spread).

2.3.2. Giao dịch đấu lệnh :

Trong một thị trường đấu lệnh, lệnh của các nhà đầu tư được ghép với nhau ngay sau khi các lệnh mua, bán được đưa vào hệ thống với mức giá phù hợp theo nguyên tắc ưu tiên về giá và thời gian. Giá cả được xác định thông qua sự cạnh tranh giữa các nhà đầu tư. Các công ty chứng khoán nhận phí hoa hồng từ khách hàng để thực hiện giao dịch. *Nói chung*, chi phí giao dịch thường thấp hơn so với thị trường đấu giá, do người đầu tư chỉ phải trả phí hoa hồng giao dịch mà không phải chịu khoản chênh lệch giữa giá mua và giá bán cho các nhà tạo lập thị trường. Giao dịch đấu lệnh được thực hiện thông qua hình thức khớp lệnh. Có các hình thức khớp lệnh sau đây :

Khớp lệnh định kỳ :

Các lệnh mua và bán được chuyển vào hệ thống giao dịch trong một khoảng thời gian nhất định. *Trong thời gian này*, mặc dù các lệnh được đưa vào liên tục nhưng không có giao dịch được thực hiện. Vào đúng thời điểm khớp lệnh, tất cả các lệnh sẽ được so khớp để chọn ra mức giá có khối lượng giao dịch lớn nhất.

Ví dụ 1 : Vào một phiên giao dịch cổ phiếu AB, Sở giao dịch nhận được các lệnh giới hạn mua và lệnh bán với khối lượng và mức giá tương ứng như sau :

Môi giới	Khối lượng mua	Tổng KL mua	Giá (1.000 đồng)	Tổng KL bán	KL bán	Môi giới
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
001	1.000	1.000	20,8	5.800	1.000	012
002	500	1.500	20,7	4.800	700	011
003	700	2.200	20,6	4.100	900	010
004	1.000	3.200	20,5	3.200	1.000	009
005	3.000	6.200	20,4	2.200	2.200	008
006	2.000	8.200	20,3	1.500	1.500	007

Giải thích :

- Cột (1) và (2) : Liệt kê khối lượng đặt mua tương ứng với từng nhà môi giới.
- Cột (3) : Xác định tổng khối lượng mua bằng tổng khối lượng đặt mua từ mức giá cao nhất trở xuống.
- Cột (6) và (7) : Liệt kê khối lượng đặt bán tương ứng với từng nhà môi giới.
- Cột (5) : Xác định tổng khối lượng bán bằng tổng khối lượng đặt mua từ mức giá thấp nhất trở lên.
- Cột (4) : Sắp xếp các mức giá theo thứ tự từ thấp đến cao.

Đấu giá lệnh :

- Các lệnh mua và bán được đấu giá theo nguyên tắc ai đặt lệnh cao hơn sẽ được mua và ai đặt lệnh thấp hơn sẽ được bán.
- Giá khớp lệnh được xác định ở mức giá tại đó chênh lệch giữa khối lượng mua và bán là thấp nhất. Bạn có thể nhận

ra ở mức giá 20.500, chênh lệch giữa khối lượng mua và khối lượng bán bằng 0, tức là mức giá này được xác định là giá khớp lệnh.

Xác nhận kết quả giao dịch và phân bổ lệnh mua, bán cổ phiếu AB :

- Giá khớp lệnh : 20.500 đồng.
- Khối lượng thực hiện : 3.200 cổ phiếu.
- Các nhà môi giới 001, 002, 003, 004 mua được hết khối lượng trên phiếu lệnh.
- Các nhà môi giới 007, 008, 009 bán được hết khối lượng trên phiếu lệnh.

Khớp lệnh liên tục :

Giao dịch được thực hiện liên tục thông qua việc so khớp các lệnh có giá phù hợp (nghĩa là giá mua bằng hoặc cao hơn giá bán) ngay khi có lệnh mới đưa vào sổ lệnh. *Nhìn chung*, hình thức đấu lệnh được áp dụng ở hầu hết các Sở giao dịch, nhất là trong khu vực Châu Á.

Phương thức khớp lệnh định kỳ thường được áp dụng để xác định giá mở cửa (và để xác định giá đóng cửa ở một số nước), còn phương thức khớp lệnh liên tục thường được áp dụng cho các giao dịch trong phiên giao dịch.

Theo phương thức khớp lệnh liên tục, các lệnh mua và bán sau khi đăng ký sẽ được so với nhau, nếu thấy khớp về giá sẽ cho thực hiện ngay. Phương thức này thực hiện được khối lượng giao dịch lớn nên phù hợp với các thị trường chứng khoán phát triển.

Ví dụ 2 : Vào một phiên giao dịch cổ phiếu XY, Sổ giao dịch nhận được các lệnh giới hạn mua và lệnh bán với khối lượng và mức giá tương ứng như sau :

MUA				GIÁ (1.000 đồng)	BÁN			
Môi giới	Lệnh	Loại lệnh	Thời gian		Thời gian	Loại lệnh	Lệnh	Môi giới
001	200cp	Trong ngày	9h35'	10				
007	100cp	Trong ngày	8h30'	10.1				
003	200cp	T/hiện ngày	8h40'	10.2				
006	400cp	Trong ngày	8h55'	10.3				
005	500cp	Trong ngày	9h05'	10.4				
010	500cp	T/hiện ngày	10h15'	10.5	9h15'	T/hiện ngày	400cp	012
				10.5	9h30'	T/hiện ngày	300cp	018
				10.7	8h45'	Trong ngày	500cp	027
				10.7	9h55'	T/hiện ngày	400cp	205

Xác nhận kết quả giao dịch và phân bổ lệnh mua, bán cổ phiếu XY :

- Giá khớp lệnh : 10.500 đồng.

- Khối lượng thực hiện : 500 cổ phiếu.
- Nhà môi giới 010 mua được 500 cổ phiếu.
- Nhà môi giới 012 bán được 400 cổ phiếu.
- Nhà môi giới 018 bán được 100 cổ phiếu, còn 200 cổ phiếu được giao dịch tiếp ở lần khớp lệnh sau.

2.4. Các loại lệnh :

Bao gồm các lệnh cơ bản và các định chuẩn lệnh đi kèm. Quan trọng nhất là các lệnh cơ bản.

2.4.1. Lệnh cơ bản :

Lệnh thị trường (Market order) – Đơn giản là loại lệnh mua hay bán được thực hiện ngay lập tức theo giá thị trường. Khi ra lệnh này nhà đầu tư không đưa ra mức giá mua bán. Ví dụ nhà đầu tư gọi đến nhà môi giới của mình hỏi thị giá của loại cổ phiếu AXA, nhà môi giới sẽ liên hệ với các chuyên viên giao dịch ở sở giao dịch và được biết giá mua cổ phiếu AXA là 15\$ và giá bán là 15 1/4 nhà đầu tư có thể chỉ thị cho nhà môi giới mua 100 cổ phiếu theo giá thị trường. Điều này có nghĩa là nhà đầu tư chấp nhận và thực hiện mua ngay cổ phiếu AXA ở mức giá 15 1/4. Lệnh theo thị trường thường tiềm ẩn hai loại rắc rối. Thứ nhất, giá niêm yết 15 -- 15 1/4 thật ra chỉ có giá trị trong một giới hạn số lượng cổ phiếu AXA nào đó, chẳng hạn 500, khi vượt quá giới hạn này giá niêm yết không còn giá trị khi đó nhà đầu tư có thể phải trả cao hơn một chút. Thứ hai, lệnh theo thị trường dễ dẫn đến giao dịch "chèn giữa" chênh lệch giá bán và giá mua được niêm yết. Chẳng hạn trong ví dụ trên nhà môi giới bên mua và nhà môi giới bên bán có thể thỏa thuận giao dịch ở mức giá 15 1/8.

Lệnh giới hạn (Limit order) – Là lệnh mua hoặc bán có xác định mức giá giới hạn cụ thể trong một thời hạn chờ đợi nhất định. Lệnh mua giới hạn có chỉ thị cho nhà môi giới mua nếu giá dưới mức giới hạn ấn định trong khi lệnh bán giới hạn có chỉ thị cho nhà môi giới bán nếu giá trên mức giới hạn ấn định. Thời hạn chờ đợi có thể là 1 ngày, 1 tuần hay 1 tháng tùy theo tình hình thị trường và do hai bên thỏa thuận. Lệnh giới hạn sẽ hết hiệu lực thi hành khi khách hàng thay đổi mức giá ấn định hoặc khi thời hạn chờ đợi đã hết.

Với lệnh giới hạn, khách hàng yêu cầu mua hay bán một số lượng chứng khoán với một giá nhất định. Giá này là giới hạn cao nhất cho lệnh mua hoặc là giới hạn thấp nhất cho lệnh bán. Vì không có tính thích nghi ngay với giá thị trường nên nhà môi giới còn phải đợi cho đến khi lệnh lọt vào tầm thì mới thực hiện. Nhà môi giới có thể thực hiện lệnh với giá giới hạn hoặc tốt hơn, lệnh này được ưu tiên sau lệnh thị trường và có tính bảo lưu.

* **Lệnh dừng (Stop order)** – Là lệnh được đưa ra nhằm bảo vệ lợi nhuận hay hạn chế thua lỗ cho nhà đầu tư. Lệnh dừng thường được dùng trong bán khống và có hai kiểu lệnh dừng : Lệnh dừng để bán (sell stop order) và Lệnh dừng để mua (buy stop order).

Lệnh dừng bán (Stop loss order) – Là lệnh thị trường có điều kiện, theo đó nhà đầu tư chỉ thị bán cổ phiếu nếu giá cổ phiếu xuống đến mức đã được ấn định. *Giả sử bạn mua cổ phiếu ở mức giá 30.000 đồng và dự đoán giá cổ phiếu sẽ gia tăng. Nếu dự đoán của bạn sai và bạn muốn giới hạn mức lỗ, bạn có thể đặt lệnh dừng bán ở mức 25.000 đồng. Trong trường hợp này, nếu giá cổ phiếu xuống đến mức 25.000 đồng thì lệnh dừng bán của bạn sẽ trở thành lệnh theo thị trường và cổ phiếu sẽ được bán ở mức giá thị trường.*

Lệnh dừng mua (Stop buy order) Là lệnh thị trường có điều kiện, theo đó nhà đầu tư chỉ thị mua cổ phiếu nếu giá cổ phiếu tăng đến mức đã được ấn định. *Giá sử* bạn bán không một cổ phiếu ở mức 50.000 đồng vì dự đoán giá cổ phiếu này sẽ xuống đến mức 40.000 đồng. Nhưng nếu dự đoán của bạn sai thì bạn sẽ tổn thất do giá cổ phiếu lên. *Để giới hạn tổn thất của mình*, bạn có thể chỉ thị cho nhà môi giới một lệnh dừng mua ở mức giá 55.000 đồng. Bằng lệnh có điều kiện này, bạn có thể giới hạn lỗ của mình trong phạm vi tối đa là 5.000 đồng/cổ phiếu.

2.4.2. Định chuẩn lệnh :

Định chuẩn lệnh quy định các điều kiện kèm theo lệnh cơ bản :

- Lệnh có giá trị trong ngày (Day order).
- Lệnh có giá trị cho đến khi bị hủy (Good-till-cancelled Order).
- Lệnh thực hiện tại mức giá mở cửa (At-the-opening Order).
- Lệnh theo giá thị trường lúc đóng cửa (Market-on-close Order).
- Lệnh thực hiện ngay hoặc hủy bỏ (Immediate-or-cancelled Order) : Lệnh này phải được thực hiện ngay, nhưng không cần thiết phải được thực hiện toàn bộ nếu điều kiện thị trường không cho phép.
- Lệnh thực hiện toàn bộ hoặc không (All-or-none Order) : Giống như lệnh thực hiện toàn bộ, tuy nhiên lệnh này không đề ra yêu cầu là phải được thực hiện ngay.
- Lệnh không quy trách nhiệm (Not held Order) : Cho phép người môi giới có quyền quyết định về giá và thời gian thực hiện mà không phải chịu trách nhiệm nếu trên thị trường có biến động bất ngờ không thể dự đoán trước.

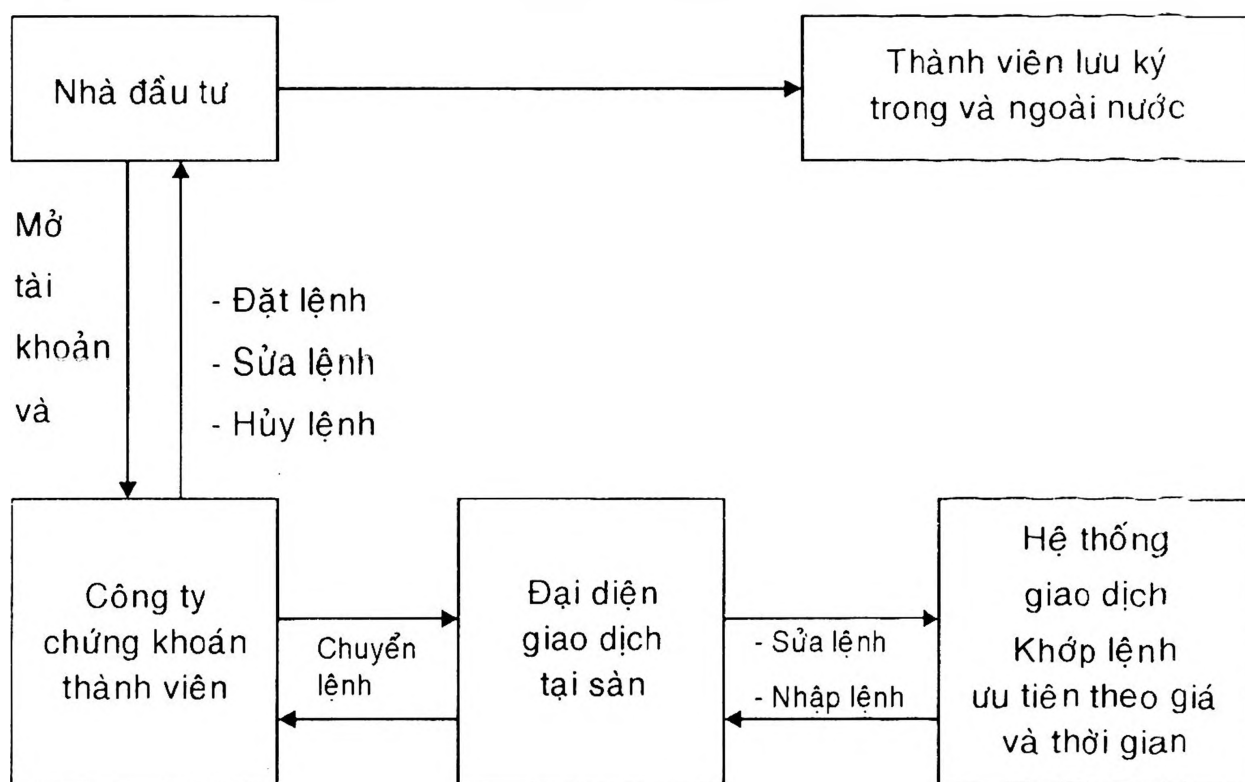
2.4.3. Thứ tự ưu tiên thực hiện lệnh :

Trong quá trình đấu giá khớp lệnh, có rất nhiều các lệnh mua bán được đưa ra, chúng được sắp xếp theo thứ tự ưu tiên :

- *Ưu tiên về giá* : Ưu tiên cho giá mua cao và giá bán thấp.
- *Ưu tiên về thời gian* : Các lệnh đưa ra cùng mức giá, lệnh nào đưa ra trước sẽ được thực hiện trước.
- *Ưu tiên về khối lượng* : Các lệnh đưa ra cùng mức giá và thời gian thì sẽ xét đến khối lượng. Lệnh nào có khối lượng lớn hơn sẽ được thực hiện trước.

2.5. Minh họa Hệ thống giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM :

Hệ thống giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM được mô tả trên hình vẽ 5.2 như sau :



Hình 5.2 : Sơ đồ hệ thống giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM.

2.5.1. Đơn vị giao dịch :

Đơn vị giao dịch trong phương thức giao dịch khớp lệnh được quy định như sau :

- Cổ phiếu : 10 cổ phiếu.
- Trái phiếu : 10 trái phiếu.
- Chứng chỉ quỹ đầu tư : 10 chứng chỉ.

2.5.2. Đơn vị yết giá :

- Giao dịch trái phiếu : Đơn vị yết giá là 100 đồng đối với mọi mức giá.
- Giao dịch cổ phiếu : Đơn vị yết giá thay đổi tùy thuộc vào giá của cổ phiếu đó trên thị trường.

Giá cổ phiếu (Đ)	Đơn vị yết giá (Đ)
Nhỏ hơn 50.000	100
50.000 – 99.500	500
Từ 100.000 trở lên	1.000

2.5.3. Biên độ giao động giá :

Biên độ giá là biên độ giá trong ngày giao dịch. Biên độ giao động giá trong phương thức giao dịch khớp lệnh được quy định như sau :

- Biên độ giao động giá áp dụng cho cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư là $\pm 5\%$.
- Không áp dụng biên độ giao động giá đối với trái phiếu.

2.5.4. Thời gian hiệu lực của lệnh :

- Lệnh giới hạn được nhập vào hệ thống giao dịch có hiệu lực cho đến khi kết thúc ngày giao dịch. Trong đợt khớp lệnh tiếp theo, nếu lệnh giới hạn chỉ được khớp 1 phần hoặc không được khớp thì hệ thống giao dịch sẽ tự động chuyển toàn bộ số chứng khoán chưa được giao dịch sang đợt khớp lệnh tiếp theo.
- Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh (ATO) chỉ có giá trị trong một đợt khớp lệnh. Nghĩa là, sau thời điểm khớp lệnh, nếu lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh chỉ được khớp 1 phần hoặc không được khớp, hệ thống giao dịch sẽ tự động hủy toàn bộ số chứng khoán còn lại chưa được giao dịch của lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh (ATO).

2.5.5. Thời gian nghỉ giữa các đợt :

Trong thời gian nghỉ giữa các đợt khớp lệnh, các thao tác liên quan đến lệnh của khách hàng (nhập, sửa hoặc hủy lệnh), đại diện giao dịch không thể thực hiện được.

2.5.6. Sửa, hủy lệnh :

- Lệnh nhập vào hệ thống giao dịch không được phép hủy bỏ trong cùng đợt khớp lệnh. Đại diện giao dịch được phép sửa lệnh khi nhập sai lệnh giao dịch của khách hàng nhưng phải xuất trình lệnh gốc và được Trung tâm giao dịch chứng khoán chấp thuận. Trình tự sửa lệnh được quy định chi tiết trong quy trình sửa lệnh.
- Trong đợt khớp lệnh tiếp theo, đại diện giao dịch được phép hủy phần còn lại của lệnh gốc hoặc lệnh gốc chưa được thực hiện ở lần khớp lệnh trước.

- Việc sửa lệnh giao dịch chỉ có hiệu lực khi lệnh gốc chưa được thực hiện hoặc phần còn lại của lệnh gốc chưa được thực hiện.

2.5.7. Giá tham chiếu của cổ phiếu mới niêm yết :

- Đối với cổ phiếu mới niêm yết trong ngày giao dịch đầu tiên, Trung tâm giao dịch chứng khoán chỉ nhận lệnh giới hạn (LO), không áp dụng biên độ giao động giá và chỉ khớp lệnh 1 lần.
- Nếu trong lần khớp lệnh đầu tiên, giá giao dịch của cổ phiếu mới niêm yết chưa được xác định thì Trung tâm giao dịch chứng khoán tiếp tục nhận lệnh trong đợt khớp lệnh tiếp theo.
- Mức giá khớp lệnh trong ngày giao dịch đầu tiên sẽ được lấy làm giá tham chiếu cho ngày giao dịch kế tiếp. Biên độ giao động giá được áp dụng từ ngày giao dịch kế tiếp.

2.5.8. Cùng mua, cùng bán một loại chứng khoán :

Nhà đầu tư không được phép đồng thời đặt lệnh mua và bán một loại cổ phiếu trong cùng một ngày giao dịch, cụ thể như sau :

- Nếu lệnh đặt bán (hoặc mua) của người đầu tư đã được khớp hoặc khớp một phần trong đợt khớp lệnh trước thì sẽ không được tiếp tục đặt lệnh mua (hoặc bán) trong đợt khớp lệnh tiếp theo hoặc trong trường hợp giao dịch thỏa thuận.
- Nếu lệnh đặt bán (hoặc mua) của người đầu tư trong đợt khớp lệnh trước không được khớp và đã được hủy thì được phép đặt lệnh mua (hoặc bán) trong đợt khớp lệnh tiếp theo hoặc trong thời gian giao dịch thỏa thuận.

2.6. Giới thiệu một số nguyên tắc cơ bản của hệ thống giao dịch liên tục tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM :

2.6.1. Thời gian giao dịch :

- Từ thứ Hai đến thứ Sáu hàng tuần, trừ các ngày nghỉ theo quy định.
- Thời gian giao dịch trong ngày :
 - Cổ phiếu, chứng chỉ quỹ :
 - T1 : Khớp lệnh định kỳ xác định giá mở cửa. (Market in Preopen state).
 - T2 : Khớp lệnh liên tục. (Market Open).
 - T3 : Khớp lệnh định kỳ xác định giá đóng cửa. (End of AOM – Begin Call Market).
 - T4 : Giao dịch thỏa thuận. (Market Closed- runoff begins).
 - T5 : Đóng cửa. (Market runoff ending).
 - Trái phiếu : Từ T1 – T5 : Giao dịch thỏa thuận.

2.6.2. Giải thích một số thuật ngữ :

Giá đóng cửa : Là giá chứng khoán thực hiện tại lần khớp lệnh cuối cùng trong ngày giao dịch.

Giá mở cửa : Là giá chứng khoán thực hiện tại lần khớp lệnh đầu tiên trong ngày giao dịch.

Giá tham chiếu : Là mức giá làm cơ sở cho việc tính giới hạn dao động giá chứng khoán trong phiên giao dịch. Tại Việt Nam, giá tham chiếu tại một phiên giao dịch là giá đóng cửa của phiên giao dịch trước.

Giá trần : Là mức giá cao nhất mà một loại chứng khoán có thể được thực hiện trong phiên giao dịch.

$$\text{Giá trần} = \text{Giá tham chiếu} + (\text{Giá tham chiếu} \times \text{Biên độ dao động giá})$$

Giá sàn : Là mức giá thấp nhất mà một loại chứng khoán có thể được thực hiện trong phiên giao dịch.

$$\text{Giá sàn} = \text{Giá tham chiếu} - (\text{Giá tham chiếu} \times \text{Biên độ dao động giá})$$

2.6.3. Phương thức giao dịch khớp lệnh :

- *Khớp lệnh định kỳ* – Là phương thức giao dịch được thực hiện trên cơ sở so khớp các lệnh mua và lệnh bán chứng khoán tại một thời điểm xác định.
- *Khớp lệnh liên tục* – Là phương thức giao dịch được thực hiện trên cơ sở so khớp các lệnh mua và lệnh bán chứng khoán ngay khi lệnh được nhập vào hệ thống giao dịch.

2.6.4. Phương thức giao dịch 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 thành viên nhập thông tin vào hệ thống giao dịch để ghi nhận.

Loại chứng khoán	Khớp lệnh	Thỏa thuận
Cổ phiếu	x	x
Chứng chỉ quỹ	x	x
Trái phiếu		x

Phương thức giao dịch thỏa thuận cổ phiếu, chứng chỉ quỹ :

- Các giao dịch được thực hiện theo lô chẵn hoặc lô lớn.
- Các giao dịch lô chẵn được thực hiện tại mức giá đóng cửa trong ngày giao dịch hoặc giá đóng cửa của ngày giao dịch gần nhất trước đó.
- Giao dịch lô lớn phải tuân theo quy định về biên độ giá trong ngày.

2.6.5. Nguyên tắc khớp lệnh :

- Ưu tiên về giá : Lệnh mua có mức giá cao hơn được ưu tiên thực hiện trước và Lệnh bán có mức giá thấp hơn được ưu tiên thực hiện trước.
- Ưu tiên về thời gian : Trường hợp các lệnh mua hoặc lệnh bán có cùng mức giá thì lệnh nhập vào hệ thống giao dịch trước sẽ được ưu tiên thực hiện trước.

2.6.6. Các loại lệnh :

- Lệnh giới hạn (Limit).
- Lệnh thị trường (MP).
- Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh xác định giá mở cửa (ATO).
- Lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh xác định giá đóng cửa (ATC).

Order	T1	T2	T3	T4
ATO	X			
Limit	X	X	X	
MP		X		
ATC			X	

Lệnh giới hạn (LO) :

- Áp trong khớp lệnh định kỳ và liên tục.
- Là lệnh mua hoặc lệnh bán chứng khoán tại một mức giá xác định hoặc tốt hơn.
- Hiệu lực của lệnh : Kể từ khi lệnh được nhập vào hệ thống giao dịch cho đến lúc kết thúc ngày giao dịch hoặc cho đến khi lệnh bị hủy bỏ.

Ví dụ về lệnh giới hạn :

Cổ phiếu AAA.

Giá tham chiếu : 99.

Sổ lệnh như sau :

KL Mua	Giá Mua	Giá bán	KL Bán
5.000	100	98	1.000
		100	1.000

Kết quả khớp lệnh : Giá khớp 100 và khối lượng khớp 2.000.

Lệnh thị trường (MP) :

- Áp dụng trong thời gian giao dịch liên tục.
- Là lệnh mua tại mức giá bán thấp nhất hoặc lệnh bán tại mức giá mua cao nhất hiện có trên thị trường.
- Nếu sau khi so khớp lệnh theo nguyên tắc ở trên mà khối lượng đặt lệnh của lệnh MP vẫn chưa thực hiện hết thì lệnh MP sẽ được xem là lệnh mua tại mức giá bán cao hơn hoặc lệnh bán tại mức giá mua thấp hơn tiếp theo hiện có trên thị trường.

- Nếu KL đặt lệnh của lệnh MP vẫn còn theo nguyên tắc ở trên và không thể tiếp tục khớp thì lệnh MP sẽ được chuyển thành lệnh LO mua (bán) tại mức giá cao (thấp) hơn một bước giá so với giá giao dịch cuối cùng trước đó.
- Không nhập được khi không có lệnh đối ứng (No market price available).

Ví dụ về lệnh MP :

- Sở lệnh cổ phiếu BBB như sau :

KL Mua	Giá Mua	Giá bán	KL Bán
5.000	MP	98	1.000
		99	2.000

Kết quả khớp lệnh :

5000 – 1000 (98)

– 2000 (99)

2000 chuyển thành lệnh LO mua tại mức giá 99.5.

KL Mua	Giá mua	Giá bán	KL Bán
2.000	99.5		

Lệnh Giao dịch tại mức giá khớp lệnh :

- Áp dụng trong thời gian khớp lệnh định kỳ để xác định giá mở cửa – ATO.
- Là lệnh mua hoặc bán tại mức giá mở cửa.
- Lệnh ATO ưu tiên trước lệnh giới hạn khi so khớp lệnh.

- Tự động hủy bỏ khi khớp lệnh nếu lệnh không được thực hiện hoặc không thực hiện hết.
- Ví dụ : Sổ lệnh CP CCC với giá tham chiếu 100.

KL Mua	Giá mua	Giá bán	KL Bán
1.500	100(C)	ATO	1.000 (B)
		99	2.000 (A)

Kết quả khớp lệnh : Giá 100 – KL 1.500.

C-B (1000); C-A (500) : Lệnh ATO được ưu tiên khớp lệnh trước lệnh LO.

KL Mua	Giá mua	Giá bán	KL Bán
1.500	100(C)	ATO	2.000 (B)
			2.000 (A)

Kết quả khớp lệnh : Giá 100–KL 1500 (C–B).

KL 500 của lệnh ATO tự động bị hủy.

KL Mua	Giá mua	Giá bán	KL Bán
		99	2.000(A)

2.6.7. Giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài :

- Giao dịch khớp lệnh :
 - Lệnh giới hạn : Lệnh mua nhập vào hệ thống nếu không được khớp hoặc chỉ được khớp một phần vào thời điểm khớp lệnh thì lệnh mua hoặc phần còn lại của lệnh mua đó sẽ tự động bị hủy bỏ.

- Các lệnh mua thị trường nếu không được thực hiện hết sẽ tự động bị hủy.
 - Khối lượng mua được trừ vào khối lượng được phép mua ngay sau khi lệnh mua được thực hiện.
 - Khối lượng bán được cộng vào khối lượng được phép mua ngay sau khi kết thúc thanh toán giao dịch. Đối với nhà đầu tư nước ngoài.
 - Lệnh mua hoặc 1 phần lệnh mua chưa được thực hiện sẽ tự bị hủy nếu khối lượng được phép mua đã hết; lệnh mua nhập tiếp vào hệ thống sẽ không được chấp thuận.
- Giao dịch thỏa thuận :
 - Khối lượng được phép mua sẽ được giảm xuống ngay khi giao dịch thỏa thuận được thực hiện giữa nhà đầu tư nước ngoài mua và nhà đầu tư trong nước bán.
 - Khối lượng được phép mua sẽ được tăng lên ngay khi kết thúc việc thanh toán giao dịch được thực hiện giữa nhà đầu tư nước ngoài bán với một nhà đầu tư trong nước.
 - Khối lượng chứng khoán được mua sẽ không thay đổi nếu giao dịch thỏa thuận giữa hai nhà đầu tư nước ngoài với nhau.

2.7. Giới thiệu hoạt động giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội :

Hoạt động giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội theo phương thức khớp lệnh liên tục.

- Sử dụng một loại lệnh duy nhất là lệnh giới hạn (LO).

- Ưu tiên khi khớp lệnh :
 - Các lệnh mua và bán với giá tốt nhất được ưu tiên thực hiện trước.
 - Các lệnh cùng giá, lệnh nào nhập vào hệ thống trước sẽ được thực hiện trước.
- Đơn vị giao dịch :
 - Đối với cổ phiếu : 100 cổ phiếu.
 - Đối với trái phiếu : 10 triệu đồng mệnh giá trái phiếu.
- Biên độ giao dịch : $\pm 10\%$.
- Giá tham chiếu : Là mức giá dùng làm cơ sở cho việc tính giá trần và giá sàn của phiên giao dịch, giá tham chiếu là giá bình quân gia quyền của phiên giao dịch trước đó.

3. SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HCM

Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM ngày nay được chuyển đổi từ Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM trước kia.

3.1. Lịch sử thành lập :

- Ngày 11/7/1998, Thủ tướng Chính phủ đã ra quyết định 127/1998/QĐ-TTg thành lập Trung tâm giao dịch chứng khoán. Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM là một đơn vị sự nghiệp có thu.
- Ngày 1/8/1998, Chủ tịch Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã ký quyết định số 128/1998/UBCK5 về việc ban hành quy chế tổ chức và hoạt động của Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM.

- Ngày 20/7/2000, Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM chính thức khai trương và đi vào hoạt động.
- Ngày 28/7/2000, phiên giao dịch đầu tiên của thị trường chứng khoán Việt Nam đã chính thức được tổ chức tại Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM.

Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM là một mô hình của Sở giao dịch chứng khoán thu nhỏ vì một số lý do sau :

- Thị trường chứng khoán Việt Nam còn chưa phát triển, quy mô của thị trường còn nhỏ bé, giá trị giao dịch còn ít, công ty niêm yết chưa nhiều.
- Cơ sở vật chất chưa đầy đủ, hệ thống giao dịch, thanh toán, giám sát vẫn chưa được tự động hóa hoàn toàn.
- Về nhân sự hoạt động trong ngành chứng khoán còn rất thiếu thốn, chưa có nhiều kinh nghiệm trong quản lý thị trường cũng như trong hoạt động kinh doanh chứng khoán.

Do đó, bước đầu thị trường thứ cấp của Việt Nam chỉ mới có một Trung tâm giao dịch chứng khoán đặt tại TP. HCM. Tuy nhiên, trong chiến lược phát triển thị trường chứng khoán của Chính phủ, trong tương lai mô hình này sẽ được nâng cấp thành Sở giao dịch chứng khoán.

Về hình thức sở hữu, Trung tâm giao dịch chứng khoán là một tổ chức của Chính phủ hoạt động vì mục tiêu phát triển thị trường, có hình thức sở hữu Nhà nước, không vì mục tiêu lợi nhuận.

Mặt khác, hình thức sở hữu của Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM là hình thức sở hữu Nhà nước toàn phần, chưa thể áp dụng được các hình thức sở hữu thành viên và công ty cổ phần, mặc dù các hình thức sở hữu này được phần lớn các quốc

gia phát triển trên thế giới áp dụng, vì những lý do chủ yếu sau đây :

- Hình thức tổ chức thành viên và hình thức công ty cổ phần chỉ thích hợp với những nước có một nền kinh tế và một thị trường tài chính phát triển cao cùng với một khung pháp lý hoàn chỉnh, vì nó tạo điều kiện cho các Sở giao dịch chứng khoán tự điều tiết các vấn đề phát sinh, trên cơ sở đó giúp Nhà nước thực hiện được vai trò quản lý vĩ mô đồng thời vẫn đảm bảo được mục tiêu lợi nhuận đã đề ra.
- Trong điều kiện hiện nay, việc áp dụng 2 hình thức trên tại Việt Nam không mang tính khả thi do thị trường chứng khoán là một lĩnh vực hoàn toàn mới mẻ, các công ty chứng khoán chưa có đủ kiến thức, kinh nghiệm cũng như nguồn lực tài chính cần thiết để tự mình đứng ra thành lập và điều hành Sở giao dịch chứng khoán.

Chính vì vậy mà hình thức sở hữu Nhà nước là phù hợp nhất trong giai đoạn hiện nay, theo đó Chính phủ sẽ trực tiếp đứng ra thành lập, cấp vốn và điều hành hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán. Đây là hình thức được xem là phù hợp nhất đối với các nước đang phát triển, vì :

- Việc thành lập thị trường chứng khoán trong giai đoạn đầu cần một khối lượng vốn rất lớn mà chỉ có ngân sách Nhà nước mới đáp ứng nổi.
- Chỉ có Chính phủ mới có khả năng đứng ra tập hợp mọi nguồn lực để xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán theo đúng định hướng đã đề ra, với sự phối hợp chặt chẽ của các Bộ, ngành liên quan cùng với sự hỗ trợ của các nước khác.

- Sở giao dịch chứng khoán do Nhà nước trực tiếp điều hành trên cơ sở phi lợi nhuận, chính vì vậy mà quyền lợi của công chúng đầu tư sẽ được đảm bảo ở mức tối đa.
- *Trong giai đoạn đầu*, việc Chính phủ đứng ra sở hữu và quản lý Sở giao dịch chứng khoán sẽ cho phép ngăn ngừa sự lộn xộn, không công bằng có thể xảy ra nếu áp dụng hình thức sở hữu thành viên, vì hình thức này vẫn chưa được bảo vệ bằng hệ thống pháp lý đầy đủ và rõ ràng.

Ngày 8/8/2007, Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM chính thức trở thành Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM gọi tắt là HOSE. Về hình thức sở hữu, HOSE là công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên sở hữu của Nhà nước có vốn điều lệ là 1.000 tỷ đồng.

3.2. Thành viên Sở giao dịch chứng khoán :

Thành viên Sở giao dịch chứng khoán là các công ty chứng khoán được Ủy ban chứng khoán cấp giấy phép hoạt động và được Sở giao dịch chứng khoán chấp nhận là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán.

Tiêu chuẩn để trở thành thành viên

Các Sở giao dịch chứng khoán khác nhau có những tiêu chuẩn khác nhau trong việc kết nạp thành viên. Sự khác nhau này là do trình độ phát triển thị trường quy định. Thị trường càng phát triển, Sở giao dịch chứng khoán càng hiện đại thì tiêu chuẩn càng chặt chẽ. Dưới đây là một số tiêu chuẩn chính trong việc kết nạp thành viên.

- Yêu cầu về tài chính : Trong đó các chỉ tiêu về vốn cố định, vốn điều lệ và tổng tài sản có là những chỉ tiêu chủ yếu thường được sử dụng khi xem xét kết nạp thành viên.

- Tiêu chuẩn về nhân sự : Công ty chứng khoán thành viên phải có đội ngũ cán bộ kinh doanh có đủ trình độ, có hiểu biết trong kinh doanh chứng khoán và tư cách đạo đức tốt.
- Cơ sở vật chất kỹ thuật : Công ty xin làm thành viên phải có địa điểm và trang thiết bị điện tử cần thiết cho quá trình nhận lệnh, xác nhận kết quả giao dịch và hệ thống bảng điện tử.

Quyền hạn và trách nhiệm của thành viên

Tùy theo hình thức sở hữu của Sở giao dịch chứng khoán, thành viên có các quyền hạn sau đây :

- Quyền bỏ phiếu quyết định các vấn đề quan trọng của Sở giao dịch chứng khoán.
- Quyền được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán.
- Quyền được nhận các dịch vụ do Sở giao dịch chứng khoán cung cấp.
- Quyền bầu đại biểu đại diện cho thành viên tại Hội đồng quản trị.

Ngoài các quyền hạn trên, thành viên phải có các trách nhiệm tuân thủ các quy định của Sở giao dịch chứng khoán, phải thực hiện chế độ báo cáo định kỳ và báo cáo bất thường theo quy định.

Mô hình hệ thống thành viên của Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM :

Tiêu chuẩn làm thành viên Trung tâm giao dịch chứng khoán :

Thành viên Trung tâm giao dịch chứng khoán là công ty chứng khoán có giấy phép hoạt động môi giới và/hoặc tự doanh và đã đăng ký với Trung tâm giao dịch chứng khoán. Công ty

chứng khoán phải là công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn đáp ứng các điều kiện như sau :

- Có phương án hoạt động kinh doanh phù hợp với mục tiêu phát triển kinh tế xã hội và phát triển ngành chứng khoán.
- Có đủ cơ sở vật chất, kỹ thuật phục vụ cho việc kinh doanh chứng khoán.
- Có mức vốn pháp định theo từng loại hình kinh doanh chứng khoán.
- Giám đốc (Tổng giám đốc), các nhân viên kinh doanh (không kể nhân viên kế toán, văn thư hành chính, thủ quỹ) của công ty chứng khoán phải có giấy phép hành nghề kinh doanh chứng khoán do Ủy ban chứng khoán Nhà nước cấp.
- Các tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài muốn kinh doanh chứng khoán tại Việt Nam phải thành lập công ty liên doanh với đối tác Việt Nam theo giấy phép do Ủy ban chứng khoán Nhà nước cấp.

Chỉ có thành viên mới được giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán. Thành viên phải cử đại diện giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán. Thành viên không được mua và bán chứng khoán niêm yết bên ngoài Trung tâm giao dịch chứng khoán.

Quyền và nghĩa vụ của thành viên Trung tâm giao dịch chứng khoán :

Thành viên Trung tâm giao dịch chứng khoán có các nghĩa vụ sau :

- Tuân thủ các quy định về hoạt động kinh doanh chứng khoán của Trung tâm giao dịch chứng khoán.

- Chịu sự kiểm tra, giám sát của Trung tâm giao dịch chứng khoán.
- Nộp phí thành viên, phí giao dịch, phí sử dụng hệ thống giao dịch.
- Nộp các khoản đóng góp lập quỹ hỗ trợ thanh toán.
- Báo cáo Trung tâm giao dịch chứng khoán về tình hình hoạt động và tình hình tài chính năm, quý, tháng; về việc hợp nhất, sáp nhập, chia, tách và thành lập chi nhánh; thành viên ngừng hoạt động một phần hoặc toàn bộ; cơ cấu lại công ty (nếu có), về các thông tin có liên quan đến hoạt động của thành viên khi Trung tâm giao dịch chứng khoán yêu cầu và khi phát hiện các hoạt động vi phạm pháp luật liên quan đến chứng khoán và thị trường chứng khoán.
- Ngoài ra, thành viên phải báo cáo cho Trung tâm giao dịch chứng khoán trong vòng 24 giờ kể từ khi xảy ra các sự kiện ảnh hưởng nghiêm trọng đến tình hình hoạt động kinh doanh của công ty.

Thành viên Trung tâm giao dịch chứng khoán có các quyền sau :

- Sử dụng hệ thống giao dịch và các dịch vụ do Trung tâm giao dịch chứng khoán cấp.
- Thu các loại phí cung cấp dịch vụ cho khách hàng theo quy định của pháp luật.
- Đề nghị Trung tâm giao dịch chứng khoán giải quyết các tranh chấp liên quan đến hoạt động kinh doanh chứng khoán.
- Được rút khỏi thành viên sau khi được Trung tâm giao dịch chứng khoán chấp thuận.

3.3. Quy định về niêm yết chứng khoán :

Các chứng khoán, nếu được Ủy ban chứng khoán cho phép phát hành ra công chúng trên thị trường sơ cấp sẽ phải làm thủ tục xin phép niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán.

3.3.1. Các tiêu chuẩn niêm yết :

Tiêu chuẩn niêm yết cao hay thấp phụ thuộc vào trình độ phát triển kinh tế, chính sách phát triển thị trường và tương quan cung cầu chứng khoán. Các tiêu chuẩn niêm yết được phân làm hai loại chính như sau :

Tiêu chuẩn định lượng

- Quy mô của công ty : Quy mô công ty thông thường được xác định thông qua 3 chỉ tiêu chính : Vốn cổ phần, vốn cổ đông và tổng số chứng khoán bán ra.
- Lợi suất chứng khoán : Chỉ tiêu này có thể được quy định bằng mức tuyệt đối hay tương đối (%). Chẳng hạn như tổng số lợi nhuận thu từ vốn cổ phần trong 3 năm gần nhất phải nhiều hơn thu được từ tiền gửi kỳ hạn 1 năm. Lợi suất thu từ cổ phiếu trong năm cuối cùng phải hơn một số lần tỷ lệ lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm.
- Tỷ lệ nợ : Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần phải thấp hơn mức quy định.
- Sự phân bố cổ đông : Số cổ phiếu do cổ đông thiểu số nắm giữ phải đạt một tỷ lệ tối thiểu quy định (thông thường là 25%).

Tiêu chuẩn định tính

Nội dung chính của tiêu chuẩn định tính được thể hiện ở khả năng chuyên nhượng cổ phiếu nêu trong điều lệ công ty và

ý kiến của kiểm toán viên về báo cáo tài chính của công ty trong vòng 3 năm gần nhất. Theo quy định hiện hành (Nghị định 144/2003/NĐ-CP), các điều kiện niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán và Trung Tâm giao dịch chứng khoán như sau :

Điều kiện niêm yết chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán

- Điều kiện niêm yết cổ phiếu :
 - Là công ty cổ phần có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm xin phép niêm yết từ 80 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.
 - Hoạt động kinh doanh của 02 năm liên tục liền trước năm xin phép niêm yết phải có lãi và không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký niêm yết.
 - Đối với doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa và niêm yết ngay trên thị trường chứng khoán, hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm xin phép phải có lãi.
 - Các cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban Giám đốc, Ban Kiểm soát, Kế toán trưởng của công ty phải cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 6 tháng, kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu Nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ.
 - Tối thiểu 20% vốn cổ phần của công ty do ít nhất 100 cổ đông ngoài tổ chức phát hành nắm giữ.
- Điều kiện niêm yết trái phiếu :
 - Là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp Nhà nước có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm

xin phép niêm yết từ 80 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.

- Hoạt động kinh doanh của 02 năm liên tục liền trước năm xin phép niêm yết phải có lãi, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 1 năm và hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với Nhà nước.
- Có ít nhất 100 người sở hữu trái phiếu cùng một đợt phát hành.
- Điều kiện niêm yết chứng chỉ quỹ :
 - Là quỹ đóng có tổng giá trị chứng chỉ quỹ (theo mệnh giá) phát hành từ 50 tỷ đồng Việt Nam trở lên hoặc công ty đầu tư chứng khoán có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 50 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.
 - Sáng lập viên và thành viên Ban đại diện quỹ đầu tư chứng khoán hoặc thành viên Hội đồng quản trị, Ban Giám đốc, Ban Kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng Giám đốc, Kế toán trưởng của công ty đầu tư chứng khoán phải cam kết nắm giữ 100% số chứng chỉ quỹ hoặc cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 6 tháng, kể từ ngày niêm yết và 50% số chứng chỉ quỹ hoặc cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo.
 - Có ít nhất 100 người sở hữu chứng chỉ quỹ của quỹ đại chúng hoặc ít nhất 100 cổ đông nắm giữ cổ phiếu của công ty đầu tư chứng khoán đại chúng.

Điều kiện niêm yết chứng khoán tại Trung tâm giao dịch chứng khoán

- Điều kiện niêm yết cổ phiếu :
 - Là công ty cổ phần có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 10 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.
 - Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 1 năm và hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với Nhà nước.
 - Cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ.
 - Cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban Giám đốc, Ban Kiểm soát, kế toán trưởng của công ty phải cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 6 tháng, kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu Nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ.
- Điều kiện niêm yết trái phiếu :
 - Là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp Nhà nước có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 10 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.
 - Các trái phiếu của một đợt phát hành có cùng ngày đáo hạn.
- Trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương được niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán theo đề nghị của tổ chức phát hành trái phiếu.

- Chứng khoán đủ tiêu chuẩn niêm yết mà chưa niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán được giao dịch tại công ty chứng khoán và chuyển kết quả giao dịch thông qua Trung tâm giao dịch chứng khoán để thanh toán thông qua Trung tâm lưu ký chứng khoán.

3.3.2. Thủ tục niêm yết :

Thông thường việc chấp thuận niêm yết trải qua các bước sau đây :

- Sở giao dịch chứng khoán xem xét sơ bộ.
- Công ty xin niêm yết nộp hồ sơ cho Ủy ban chứng khoán xin phép phát hành chứng khoán ra công chúng.
- Ủy ban chứng khoán Nhà nước cấp giấy phép phát hành.
- Tổ chức phát hành trên thị trường sơ cấp.
- Xin phép niêm yết.
- Sở giao dịch chứng khoán thẩm tra chính thức trình Hội đồng quản trị chấp thuận cho niêm yết.
- Làm các thủ tục đăng ký chính thức niêm yết.

3.3.3. Các hình thức niêm yết :

Niêm yết lần đầu

Niêm yết lần đầu là cho phép cổ phiếu của một công ty được giao dịch lần đầu tiên trên Sở giao dịch chứng khoán khi công ty đó đáp ứng các yêu cầu về niêm yết lần đầu.

Đăng ký thay đổi niêm yết

Thay đổi niêm yết phát sinh khi công ty niêm yết thay đổi tên giao dịch, khối lượng cổ phiếu được niêm yết của mình (thông qua việc tách/gộp cổ phiếu).

Dăng ký niêm yết bổ sung

Một công ty niêm yết, nếu được Ủy ban chứng khoán chấp thuận sẽ được niêm yết các cổ phiếu mới phát hành (sau lần niêm yết đầu tiên) với mục đích tăng vốn hay vì các mục đích khác như sáp nhập, trả cổ tức, thực hiện các trái quyền, thực hiện việc chuyển đổi các trái phiếu có khả năng chuyển đổi sang cổ phiếu, hoặc phát hành các chứng chỉ chấp nhận lưu ký (DRs – Depository Receipts).

Niêm yết lại

Niêm yết lại là khi công ty đã khắc phục được các hành vi vi phạm quy chế niêm yết và đủ điều kiện để tiếp tục niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Niêm yết toàn phần và niêm yết từng phần

Niêm yết toàn phần : Phát sinh khi một công ty có các cổ phiếu được niêm yết riêng biệt trên Sở giao dịch trong nước hoặc ở nước ngoài.

Niêm yết từng phần : Phát sinh trong trường hợp khi một công ty chỉ niêm yết một phần trong tổng số các cổ phiếu đang lưu hành trên Sở giao dịch và phần còn lại không được niêm yết.

3.3.4. Những thuận lợi và bất lợi của việc niêm yết chứng khoán

Thuận lợi

- Công ty sẽ dễ dàng huy động được khối lượng vốn lớn với chi phí thấp hơn. Công chúng đầu tư tin tưởng hơn vào công ty niêm yết và tính thanh khoản của chứng khoán niêm yết thường cao hơn nên huy động vốn dễ dàng hơn.

- Độ tín nhiệm của công ty niêm yết sẽ được nâng cao trên thị trường do đó công ty dễ dàng vay vốn ngân hàng hơn và khả năng ký kết hợp đồng sẽ thuận lợi hơn.
- Tính thanh khoản của chứng khoán được niêm yết sẽ tăng lên. Việc mua bán chuyển nhượng thế chấp thuận lợi hơn, người sở hữu chứng khoán niêm yết và trong một số trường hợp công ty niêm yết được ưu đãi về thuế hơn.

Bất lợi

- Công ty chứng khoán niêm yết phải tuân thủ chế độ báo cáo, chế độ công bố thông tin chặt chẽ hơn.
- Dễ bị thâm tóm sáp nhập, quyền sở hữu dễ bị "pha loãng".

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Sở giao dịch chứng khoán là gì ? Hình thức sở hữu và tổ chức Sở giao dịch chứng khoán nói chung như thế nào ?
2. Mô tả tóm tắt về hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán. Minh họa bằng hoạt động của Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. HCM.
3. Hãy liệt kê, giải thích sự khác nhau cũng như công dụng của từng loại lệnh giao dịch chứng khoán. Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. HCM sử dụng những lệnh giao dịch nào trong số những loại lệnh giao dịch kể trên?
4. Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. HCM được thành lập và hoạt động như thế nào ?
5. Trung tâm Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội được thành lập và hoạt động như thế nào ?
6. Để niêm yết chứng khoán ở Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP. HCM phải có những điều kiện gì ? Nêu và giải thích những thuận lợi cũng như bất lợi của việc niêm yết chứng khoán ở Sở giao dịch chứng khoán ?

Chương 6

THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP : THỊ TRƯỜNG PHI TẬP TRUNG

■ MỤC TIÊU

Chương này giới thiệu thêm một loại hình thị trường thứ cấp nữa hoạt động bên cạnh thị trường thứ cấp tập trung : Thị trường phi tập trung hay còn gọi là thị trường OTC. Đọc xong chương này, bạn có thể :

- Hiểu được đặc điểm và mục tiêu giao dịch của thị trường OTC.
- Nắm được tổ chức và hoạt động của thị trường OTC.
- Biết qua hoạt động của thị trường OTC ở một số nước phát triển và nắm được hoạt động của thị trường OTC tiêu biểu ở Việt Nam -- Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội.

1. ĐẶC ĐIỂM VÀ MỤC TIÊU GIAO DỊCH

Thị trường OTC là một loại thị trường chứng khoán thứ cấp mà việc giao dịch của nó được mua bán qua quầy (Over the Counter) của các ngân hàng hoặc các công ty chứng khoán. Lúc ban đầu, nó là một thị trường tự phát và là hình thái xuất hiện sớm nhất của thị trường chứng khoán. Theo thời gian, thị trường OTC phát triển, và hiện nay nói đến thị trường OTC là nói đến một thị trường chứng khoán hiện đại, giao dịch thông qua mạng máy tính.

Thị trường OTC không có địa điểm giao dịch chính thức, thay vào đó các nhà môi giới (công ty chứng khoán) kết nối các giao dịch qua mạng máy tính diện rộng giữa các công ty chứng khoán và trung tâm quản lý hệ thống. Người đầu tư thông qua môi giới để thực hiện giao dịch của mình, không trao đổi trực tiếp với nhau. Một nhà đầu tư khi giao dịch trên thị trường OTC phải gửi lệnh của mình tới các công ty chứng khoán (nhà môi giới). Người môi giới sẽ tìm kiếm giá cả, khối lượng của chứng khoán theo yêu cầu của các khách hàng trên các thông báo của hệ thống giao dịch được kết nối giữa các công ty hoặc liên lạc với các người môi giới khác để xác định về nhu cầu chứng khoán mà mình đang giao dịch. Cơ chế xác lập giá trên thị trường này là thương lượng giữa bên mua và bên bán, chứ không phải là khớp lệnh như Sở giao dịch. Tại đây, công ty chứng khoán đóng một trong hai vai trò là người môi giới hưởng hoa hồng (agent) hay là người kinh doanh, được gọi là những nhà tạo lập thị trường (market maker) trực tiếp mua, bán các chứng khoán với người đầu tư hưởng chênh lệch giá. Hoạt động của thị trường OTC chịu sự quản lý, giám sát của Ủy Ban Chứng Khoán (SEC) và Hiệp hội những nhà kinh doanh chứng khoán (NASD); tuân theo pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán nói chung, luật thị trường OTC và các quy định do Hiệp hội đề ra.

Thị trường OTC được hình thành đáp ứng nhu cầu giao dịch các loại chứng khoán chưa niêm yết, và sau này, cả những chứng khoán đã niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, một cách linh hoạt thuận tiện. Vì vậy, một trong những mục tiêu hàng đầu của việc phát triển thị trường OTC hiện nay vẫn là tạo điều kiện hơn nữa cho các nhà đầu tư tiếp cận thị trường chứng khoán một cách nhanh chóng nhất, thuận tiện và ít chi phí nhất. Tính ưu việt của thị trường này là hoạt động không qua giao dịch từ xa trên mạng điện tử kết nối chung và áp dụng các phương thức giao dịch linh hoạt, phù hợp với điều kiện phát

triển thị trường chứng khoán ở các quốc gia. Mục tiêu của thị trường OTC hiện đại có thể tóm lược như sau :

- Tạo điều kiện cho các nhà đầu tư tiếp cận thị trường thuận tiện, rẻ tiền, nhanh chóng qua hệ thống giao dịch máy tính điện tử.
- Tạo điều kiện cho người đầu tư thực hiện giao dịch với thông tin thị trường tối đa.
- Tạo điều kiện cho người đầu tư có thể mua bán chứng khoán bất kỳ lúc nào, ở đâu và với bất kỳ đối tác nào và tiến tới có thể truy cập thị trường chứng khoán trên toàn thế giới.
- Tạo điều kiện cho các nhà quản lý thị trường có thể giám sát tốt thị trường và các nhà môi giới, giao dịch chứng khoán có thể hoạt động thuận tiện.

2. TỔ CHỨC HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG OTC

2.1. Hình thức tổ chức :

Là thị trường phi tập trung, không có địa điểm giao dịch tập trung giữa bên mua và bên bán như đối với thị trường Sở giao dịch, thị trường này tồn tại ở nhiều địa điểm, tại bất kỳ nơi nào có thể thương lượng giá giữa người mua và người bán. Nếu như ở thị trường Sở giao dịch, mọi giao dịch được diễn ra tại một địa điểm tập trung, tất cả các lệnh mua và bán đều được tập trung đấu giá tại Sở giao dịch, thì ở thị trường OTC giao dịch được tiến hành ở bất kỳ địa điểm thuận lợi nào của người mua và người bán.

Là thị trường được tổ chức chặt chẽ, sử dụng kỹ thuật cao thông qua mạng máy tính điện tử diện rộng tiện lợi cho việc giao dịch, thông tin và quản lý thị trường. Thị trường này vì vậy

còn được gọi là "thị trường mạng" hay "thị trường báo giá điện tử của các nhà môi giới giao dịch".

2.2. Chứng khoán giao dịch :

Có nhiều loại chứng khoán giao dịch trên thị trường chứng khoán phi tập trung như là cổ phiếu, trái phiếu công ty; chứng chỉ quỹ đầu tư dạng đóng; trái phiếu Chính phủ và trái phiếu chính quyền địa phương.

Các loại chứng khoán giao dịch trên thị trường chứng khoán phi tập trung chỉ đòi hỏi một điều kiện duy nhất là chứng khoán được phép phát hành và chưa đăng ký niêm yết giá tại một Sở giao dịch chứng khoán nào. Như vậy, chứng khoán giao dịch trên thị trường chứng khoán phi tập trung không đòi hỏi các tiêu chuẩn niêm yết như giao dịch trên Sở giao dịch, do đó có độ rủi ro cao hơn so với chứng khoán niêm yết.

2.3. Hệ thống các nhà tạo lập thị trường :

Trên thị trường chứng khoán phi tập trung ngoài thành viên của thị trường như các nhà môi giới, tự doanh còn có các nhà tạo lập thị trường.

Thành viên của thị trường phi tập trung là các công ty chứng khoán không phải là thành viên của Sở giao dịch. Các thành viên của thị trường phi tập trung chủ yếu là những người kinh doanh chứng khoán, họ thực hiện các giao dịch chứng khoán cho chính mình, tuy nhiên họ vẫn giao dịch với tư cách là người môi giới hoa hồng nhưng những giao dịch này không lớn. Do đó, các công ty chứng khoán thành viên của thị trường phi tập trung là các công ty môi giới - kinh doanh.

Một công ty chứng khoán thành viên chuyên mua bán một số loại chứng khoán nhất định và họ thường xuyên nắm giữ một số lượng nhất định các loại chứng khoán này.

Trong một giao dịch, các công ty thành viên cung cấp liên tục giá hỏi mua (Bid) và giá chào bán (Offer) cho một loại chứng khoán cụ thể. Họ là người tạo ra thị trường, là những người ra và thực hiện các lệnh giao dịch vì lợi nhuận của chính họ và chấp nhận rủi ro. Do các công ty môi giới – kinh doanh hoạt động như người tạo lập thị trường, mua và bán chứng khoán từ tài khoản của chính mình chứ không sắp xếp cho các giao dịch, nên họ hoạt động như người chủ vốn chứ không phải là đại diện.

Khác với Sở giao dịch, nơi chỉ có một người tạo ra thị trường cho mỗi chứng khoán là chuyên gia chứng khoán thì trên thị trường phi tập trung có thể có nhiều người tạo ra thị trường cho một loại chứng khoán.

Để một công ty hay cá nhân là người tạo thị trường cho một chứng khoán cụ thể họ phải đăng ký như là thành viên với cơ quan quản lý chứng khoán và đáp ứng các yêu cầu về vốn tối thiểu; khi thực hiện việc báo giá cho chứng khoán họ phải cung cấp báo giá hai chiều liên tục cho chứng khoán, có khả năng và sẵn sàng thực hiện giao dịch một lượng chứng khoán nhất định, báo cáo dữ liệu giao dịch hàng tháng và các thông tin khác theo yêu cầu, báo cáo khối lượng giao dịch hàng ngày.

2.4. Tổ chức và quản lý thị trường chứng khoán phi tập trung :

Tổ chức và quản lý thị trường OTC thường theo hai cấp : cấp quản lý Nhà nước và cấp tự quản. Ở một số nước, cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán đứng ra tổ chức và quản lý thị trường OTC. Tùy theo từng nước và từng thị trường mà cơ quan này được tổ chức khác nhau.

- Ủy ban chứng khoán độc lập là cơ quan Nhà nước quản lý ngành thuộc Chính phủ. Mô hình này được áp dụng ở Mỹ gọi là Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC –

Securities and Exchange Commission), ở Anh gọi là Ủy ban Đầu tư Chứng khoán (SIB – Securities Investment Board).

- Ủy ban chứng khoán trực thuộc Bộ là cơ quan quản lý ngành thuộc Bộ. Mô hình này áp dụng ở Hàn Quốc. Ở Hàn Quốc có Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC – Securities and Exchange Commission) và Ban Giám sát chứng khoán (SSB – Securities Supervise Board) năm 1998 đổi tên thành Financial Supervision Commission, chịu sự quản lý của Bộ Kinh tế Tài chính.

Nhưng ở một số quốc gia việc thành lập và quản lý thị trường OTC lại do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán (như NASDAQ Mỹ, Nhật, Hàn Quốc, Thái Lan...) hoặc do Sở giao dịch chứng khoán đồng thời quản lý (như Anh, J-net Nhật, Pháp, Canada...). Hiệp hội hoặc Sở giao dịch tổ chức hệ thống giao dịch và thông tin, vận hành hệ thống, ban hành quy chế thị trường, theo dõi việc thực hiện quy chế, kết nạp và khai trừ thành viên.

2.5. Cơ chế xác lập giá trên thị trường OTC :

Cơ chế xác lập giá là thương lượng giá giữa bên mua và bán, khác với cơ chế đấu giá tập trung như thị trường Sở giao dịch. Việc thỏa thuận giá được thực hiện giữa các nhà kinh doanh chứng khoán với khách hàng và giữa các nhà kinh doanh chứng khoán với nhau. Giá được hình thành qua thương lượng riêng nên thường phụ thuộc vào từng nhà kinh doanh chứng khoán và tại một thời điểm có nhiều mức giá được hình thành, khác với thị trường Sở giao dịch do đấu giá tập trung nên chỉ có một giá tại một thời điểm. Tuy nhiên, với cơ chế báo giá tập trung qua mạng máy tính điện tử và có cơ chế cạnh tranh giá công khai giữa các nhà kinh doanh chứng khoán nên giá được hình thành

không chênh lệch nhiều so với cơ chế đấu giá. Chẳng hạn chúng ta xem xét ví dụ sau :

Một khách hàng muốn mua 100 cổ phiếu thường công ty GG đang được buôn bán trên thị trường OTC. Khách hàng gọi điện cho công ty giao dịch môi giới J&C và đưa ra lệnh cho người đại diện có giấy phép đang giữ tài khoản cho khách hàng đó. Nhưng công ty J&C không tạo thị trường cho cổ phiếu thường của công ty GG. Chính vì lẽ đó người đại diện có giấy phép của công ty J&C không thể thực hiện ngay lệnh mua 100 cổ phiếu GG cho khách hàng đó được. Do đó anh ta nói với khách hàng rằng anh ta sẽ kiểm tra trên thị trường và gọi điện thoại lại cho khách hàng. Kiểm tra thị trường có nghĩa là công ty J&C sẽ gọi điện thoại cho một số nhà giao dịch đang tạo ra thị trường cho loại cổ phiếu thường GG. Chẳng hạn qua các cuộc điện thoại, công ty J&C có được các thông tin :

- Nhà giao dịch thứ 1, tạm gọi là A, yết giá cổ phiếu GG "35 - 35 3/8" tức là nhà giao dịch A sẽ mua vào với giá \$35 và bán ra với giá \$35.375 mỗi cổ phiếu thường GG.
- Nhà giao dịch thứ 2, tạm gọi là B yết giá "34 7/8 - 35 1/2" tức là B sẵn sàng mua với giá \$34,875 và bán với giá \$35.50 một cổ phần cổ phiếu thường GG.
- Nhà giao dịch thứ 3, tạm gọi là C yết giá "35 - 35 1/2" tức là C sẵn sàng mua với giá \$35 và bán với giá \$35,50 một cổ phiếu thường GG. Từ các yết giá đó, công ty J&C thấy rằng họ có thể mua cổ phiếu thường GG với giá thấp nhất là \$35,375/1 cổ phiếu của nhà giao dịch A. Trên cơ sở này, người đại diện có giấy phép của công ty J&C gọi điện cho khách hàng để thông báo cho ông ta biết là sẽ bán 100 cổ phiếu thường của công ty GG với giá \$36 chẳng hạn. Như vậy là công ty J&C đã cộng thêm \$0,625 cho

mỗi cổ phiếu. Đây là chênh lệch giá công ty trả để mua với giá công ty bán cho khách hàng, là thu nhập của công ty.

3. THỊ TRƯỜNG OTC TIÊU BIỂU Ở CÁC NƯỚC PHÁT TRIỂN

3.1. Ở Mỹ :

Thị trường chứng khoán Mỹ luôn được coi là thị trường đi đầu thế giới trong các bước phát triển và là hình mẫu tương lai của nhiều nước đang phát triển muốn hướng tới. Bởi vậy, khi xây dựng thị trường OTC không thể không tham khảo thị trường OTC tại Mỹ. Trên thực tế thị trường chứng khoán Mỹ rất đa dạng với 2 mảng thị trường chính sau : các Sở giao dịch chứng khoán NYSE, AMEX; các thị trường OTC NASDAQ quốc gia (NMS), NASDAQ SmallCap, OTC-BB (Pinksheets), thị trường thứ ba, thị trường thứ tư.

- Nasdaq quốc gia (NMS) tiêu chuẩn niêm yết chứng khoán cao hơn so với thị trường Nasdaq thông thường, có thêm các tiêu chí về lợi nhuận ròng/năm, giá mỗi cổ phiếu, giá trị thị trường của cổ phiếu lưu hành. Là nơi niêm yết cổ phiếu của các doanh nghiệp có vốn ở mức trung bình trở lên và Nasdaq SmallCap là nơi niêm yết cổ phiếu của doanh nghiệp có vốn nhỏ; sử dụng phương thức tạo lập thị trường thông qua điện thoại và mạng điện tử diện rộng. Ngoài ra, Nasdaq còn áp dụng hệ thống khớp lệnh tự động dành cho các giao dịch nhỏ. Số chứng khoán giao dịch trên NNM của Nasdaq khoảng 6.000. Cơ chế xác lập giá chủ yếu là thỏa thuận giá trên cơ sở báo giá tập trung, tuy nhiên có một bộ phận của thị trường (gọi là hệ thống khớp lệnh nhỏ tự động của Nasdaq – SOES) cung cấp dịch vụ khớp lệnh tập trung đối với các lệnh nhỏ dưới 1.000 cổ phiếu.

Ngoài ra, Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán Nasdaq còn cung cấp dịch vụ báo giá điện tử qua mạng Nasdaq cho hơn 15.000 chứng khoán khác không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường Nasdaq (còn gọi là OTC BB - OTC Bulletin Board), tạo điều kiện cho những công ty chứng khoán tham gia thị trường này có thể báo giá chứng khoán mà họ làm nhà tạo lập thị trường, cập nhật báo giá tức thời, truy cập thông tin về báo giá của các nhà tạo lập thị trường khác.

- OTC-BB (Pinksheets) giao dịch chứng khoán không được niêm yết trên các Sở giao dịch chứng khoán và thị trường Nasdaq. Hoạt động theo cơ chế tạo lập thị trường qua mạng báo giá trung tâm (báo giá tham khảo chứ không phải báo giá chắc chắn). Cuối mỗi ngày, các báo giá được in và phát hành trên giấy hồng (Pink sheet).
- Thị trường thứ ba là nơi giao dịch các chứng khoán đã được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, sử dụng hình thức báo giá trung tâm.
- Thị trường thứ tư là thị trường giao dịch trực tiếp giữa các nhà đầu tư có tổ chức lớn, hoạt động theo hình thức báo giá trung tâm và khớp lệnh tự động.

3.2. Ở Nhật Bản :

Cấu trúc thị trường chứng khoán Nhật Bản cũng bao gồm 2 mảng chính là các Sở giao dịch chứng khoán và các thị trường OTC, cụ thể như sau :

Các Sở giao dịch chứng khoán với 2 cấp độ :

- Các Sở giao dịch chứng khoán quốc gia : Dành cho cổ phiếu của các doanh nghiệp có vốn lớn (các Sở giao dịch chứng khoán Tokyo, Osaka và Nagoya).

- Các Sở giao dịch chứng khoán khu vực : Dành cho cổ phiếu của các doanh nghiệp có vốn nhỏ (các Sở giao dịch chứng khoán Kyoto, Fukuoka và Sapporo).

Các thị trường OTC của Nhật Bản gồm :

- Jasdax : Sử dụng hệ thống giao dịch hỗn hợp cả khớp lệnh và yết giá, dành cho cổ phiếu của đông đảo doanh nghiệp với quy mô vốn từ lớn đến nhỏ (có một thị trường yết giá tại Nhật Bản là Nasdaq Japan đã chấm dứt hoạt động năm 2002 do tính cạnh tranh yếu). Tiêu chí niêm yết trên Jasdax chủ yếu dựa vào các tiêu chuẩn như thời gian thành lập công ty, tài sản ròng, lợi nhuận ròng, tổng giá trị thị trường của chứng khoán, số lượng cổ đông, số lượng chứng khoán lưu hành, ý kiến kiểm toán và các tiêu chí khác.
- Green Sheet : Là thị trường dành cho các doanh nghiệp vốn nhỏ và rất nhỏ không có đủ điều kiện niêm yết cổ phiếu trên các Sở giao dịch chứng khoán hoặc trên Jasdax (tương tự thị trường Pinksheets ở Mỹ).
- J-net : Mới được đưa vào hoạt động tháng 4/1999 chịu sự quản lý trực tiếp của Sở giao dịch chứng khoán Osaka cho các chứng khoán không được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Osaka nhằm đáp ứng yêu cầu tiết kiệm thời gian và chi phí của các đối tượng tham gia thị trường, có phương thức thương lượng giá. Đặc trưng của J-net là dịch vụ rẻ, nhanh, tiện lợi, có thể truy cập trực tiếp thị trường, thông tin thị trường; người đầu tư có thể thực hiện giao dịch bất kỳ lúc nào, nơi nào và với bất kỳ ai. J-net cũng là mạng được nối với các mạng khác trong nước và quốc tế. Đây là mạng được đánh giá có tiềm năng hữu dụng

lớn trong tương lai đối với thị trường chứng khoán trong và ngoài nước.

3.3. Ở Anh :

Theo nghĩa rộng, thị trường OTC tại Anh bao gồm :

- Thị trường yết giá tự động SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) : Sử dụng hệ thống yết giá của các nhà tạo lập thị trường với yêu cầu tối thiểu có 2 nhà tạo lập thị trường cho một loại cổ phiếu.
- Thị trường tùy chọn SEAT PLUS (Stock Exchange Alternative Service) : Sử dụng một hệ thống giao dịch hỗn hợp dành cho cả 2 phương thức là khớp lệnh và tạo lập thị trường, dành cho các cổ phiếu được coi là có tính thanh khoản thấp.
- Thị trường OFEX : Sử dụng phương thức tạo lập thị trường dành cho các chứng khoán có tính thanh khoản thấp. *Tuy nhiên* thị trường này có một nhà tạo lập thị trường duy nhất cho tất cả các loại cổ phiếu được giao dịch (Single Dealer).

3.4. Ở Đài Loan :

Ngoài Sở giao dịch chứng khoán Đài Loan là thị trường dành cho doanh nghiệp vốn lớn và trung bình, thị trường chứng khoán OTC tại Đài Loan - Gretai là thị trường dành cho cổ phiếu của các doanh nghiệp có vốn trung bình, vốn nhỏ, và vốn rất nhỏ. Thị trường này có 2 bảng song song : Bảng tổng hợp dành cho các cổ phiếu thị trường OTC (OTC listed) và sử dụng hệ thống khớp lệnh; và Bảng cổ phiếu tiềm năng dành cho cổ phiếu của các công ty mới nổi và sử dụng phương thức tạo lập thị trường.

3.5. Tại Hàn Quốc :

Thị trường OTC Hàn Quốc được thành lập tháng 4/1987 nhằm tạo môi trường hoạt động cho các chứng khoán không được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (KSE), chịu sự kiểm soát của Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán (KSDA), thành lập năm 1953. Tháng 4/1997, Chính phủ Hàn Quốc quyết định tổ chức lại và thúc đẩy phát triển thị trường này bằng việc thành lập thị trường mạng máy tính điện tử Kosdaq. Các tổ chức niêm yết trên thị trường Kosdaq phải đáp ứng một số tiêu chí cơ bản như mức vốn điều lệ tối thiểu, tỷ lệ phát hành ra công chúng... Tuy nhiên, việc định giá được thực hiện theo phương thức đấu lệnh tập trung tương tự như Sở giao dịch.

Cho đến nay thị trường Kosdaq rất phát triển, cạnh tranh với thị trường của những chứng khoán có chất lượng cao KSE. Tốc độ tăng thị phần hàng năm của thị trường này lớn hơn nhiều so với thị trường tập trung và chiếm 98% tổng giao dịch trái phiếu của thị trường chứng khoán. Thị trường Kosdaq là một trong những thị trường được quản lý khá hiệu quả.

Tháng 3/2000, thị trường thứ ba (OTC-BB) theo mô hình Nasdaq OTC-BB Mỹ chính thức đi vào hoạt động, tạo điều kiện huy động vốn cho các trái phiếu và cổ phiếu chưa đủ tiêu chuẩn niêm yết trên Kosdaq và KSE. Thị trường này sử dụng mạng điện tử Kosdaq để giao dịch tương tự như thị trường OTC-BB Mỹ. Phương thức xác lập giá trên thị trường này là phương thức thông lệnh tự động (Crossed Matching) trên cơ sở tự động khớp hai lệnh có giá và khối lượng giống hệt nhau. Thực chất đây cũng là phương pháp thương lượng giá tự động đang được áp dụng tại một bộ phận của thị trường Nasdaq Mỹ.

4. TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội khai trương và đi vào hoạt động ngày 8/3/2005 và hoạt động theo mô hình thị trường phi tập trung (OTC) của Việt Nam. Trung tâm giao dịch này tổ chức đăng ký và giao dịch cho các cổ phiếu chưa niêm yết hoặc chưa đủ điều kiện niêm yết, hoặc đủ điều kiện niêm yết nhưng không có nguyện vọng niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội cũng sẽ tập trung giao dịch chủ yếu cho những doanh nghiệp có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên, hoạt động kinh doanh 1 năm có lãi, có 50 cổ đông bên ngoài.

Như vậy sự ra đời của Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội sẽ thu hút thị trường cổ phiếu tự do và tạo cơ hội cho các doanh nghiệp chưa đủ điều kiện niêm yết có thể tham gia huy động vốn.

Theo Ủy ban chứng khoán Nhà nước, kế hoạch phát triển Trung tâm giao dịch chứng khoán tại Hà Nội sẽ được chia làm hai giai đoạn.

- Giai đoạn 1 (từ nay đến năm 2010) sẽ tập trung xây dựng và phát triển thị trường giao dịch tập trung, thực hiện đấu giá cổ phiếu của các doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa. Hàng hóa cho thị trường dự kiến là chứng khoán của các doanh nghiệp có vốn 5 - 10 tỷ đồng. Ngoài ra, các chứng khoán khác niêm yết sẽ gồm trái phiếu Chính phủ các loại, chứng chỉ quỹ đầu tư.
- Giai đoạn 2 (từ năm 2010) xây dựng và phát triển thị trường OTC Việt Nam. Xây dựng thị trường giao dịch cổ phiếu của các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Hà Nội, chuẩn bị điều kiện để sau năm 2010 chuyển thành thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung (OTC).

4.1. Cơ chế giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội :

Về hàng hóa giao dịch, từ 6 doanh nghiệp đăng ký giao dịch khi khai trương thứ cấp ngày 14/7/2005 với tổng số vốn điều lệ là 1.419 tỷ đồng, đến nay đã có 54 doanh nghiệp đăng ký giao dịch với tổng giá trị đăng ký giao dịch trên 9.276 tỷ đồng. Có 84 trái phiếu đăng ký giao dịch, tổng khối lượng đăng ký giao dịch là 168.600.000 trái phiếu, với giá trị 16.860 tỷ đồng. Trong đó có các doanh nghiệp Nhà nước thực hiện cổ phần hóa thông qua bán đấu giá cổ phần lần đầu tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội đều là các doanh nghiệp có vốn điều lệ rất lớn như Công ty cổ phần Nhiệt Điện Phả Lại (3.070 tỷ đồng), Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh (1.250 tỷ đồng), Công ty cổ phần Điện Lực Khánh Hòa (152 tỷ đồng).

Quy mô chứng khoán đăng ký giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội đến ngày 20/12/2006 :

	Cổ phiếu	Trái phiếu
Số CK ĐKGD	48	84
Khối lượng ĐKGD	927.641.926	168.600.000
Giá trị ĐKGD	9.276.419.260.000	16.860.000.000.000

Nguồn : Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội

Về phương thức giao dịch, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội hiện đang áp dụng đồng thời 2 phương thức giao dịch thỏa thuận và giao dịch khớp lệnh liên tục, cho phép khách hàng có thể linh hoạt lựa chọn hình thức giao dịch thích hợp. Phương thức thỏa thuận cho phép linh hoạt thay đổi giá và khối lượng giao dịch còn phương thức khớp lệnh liên tục cho phép chia nhỏ lệnh để thực hiện ngay theo mức giá tốt nhất trên thị trường.

Phương thức khớp lệnh liên tục được các công ty chứng khoán và công chúng đầu tư đánh giá cao và ngày càng chiếm ưu thế trên thị trường giao dịch chứng khoán tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội, góp phần tăng tính thanh khoản cho chứng khoán, tạo nên sự sôi động cho thị trường, đồng thời cũng hạn chế tình trạng làm giá và mua bán theo trào lưu trên thị trường.

- Cơ chế thanh toán cũng đa dạng và linh hoạt với thời gian thanh toán từ (T+3) – (T+1), thỏa mãn một cách tốt nhất nhu cầu đa dạng của nhà đầu tư.
- Đơn vị yết giá trong giao dịch báo giá cổ phiếu là 100 đồng.
- Đơn vị giao dịch là 100 cổ phiếu hoặc 10 triệu đồng tính theo mệnh giá cổ phiếu. Riêng đối với giao dịch trái phiếu và giao dịch thỏa thuận, Trung tâm không quy định giới hạn.
- Khối lượng giao dịch tối thiểu áp dụng với giao dịch thỏa thuận được nâng lên mức 5.000 cổ phiếu. Những lệnh đặt có khối lượng nhỏ hơn 5.000 cổ phiếu sẽ được thực hiện theo phương thức khớp lệnh liên tục. Đối với các lệnh có khối lượng từ 5.000 cổ phiếu trở lên, nhà đầu tư sẽ được lựa chọn một trong 2 phương thức khớp lệnh liên tục hoặc thỏa thuận.
- Thành viên của Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội bao gồm các công ty chứng khoán được Ủy ban chứng khoán Nhà nước cấp phép hoạt động.

Các công ty đã triển khai hoạt động giao dịch góp phần gia tăng khối lượng, giá trị giao dịch chứng khoán, mở rộng quy mô thị trường, cung cấp những dịch vụ tốt nhất cho công chúng đầu tư.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Thị trường OTC là gì ? Thị trường này khác với thị trường niêm yết hay Sở giao dịch chứng khoán ở những điểm nào ?
2. Thị trường OTC được tổ chức và hoạt động như thế nào ? Nêu sơ lược về hoạt động của thị trường OTC ở một số nước phát triển.
3. Tại sao nói Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội tiêu biểu cho thị trường OTC ở Việt Nam ?
4. Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội được tổ chức và hoạt động như thế nào ? Tìm hiểu thêm thông tin và trình bày chi tiết về hoạt động của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội.